

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANCÍ

Fundamentální analýza ČEZ, a. s.

Fundamental Analysis of the ČEZ, a. s.

Student:

Bc. Radka Bayerová

Vedoucí diplomové práce:

Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2015

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Radka Bayerová**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Téma: **Fundamentální analýza ČEZ, a. s.**
Fundamental Analysis of the ČEZ, a.s.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
 2. Teoretická východiska fundamentální analýzy
 3. Globální a odvětvová analýza
 4. Firemní analýza vybrané společnosti a stanovení vnitřní hodnoty akcie
 5. Závěr
- Seznam použité literatury
Seznam zkratk
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce
Seznam příloh
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

- BODIE, Z., A. KANE and A.J. MARCUS. *Investments*, 9th ed. Boston: McGraw Hill 2011. 1056 s. ISBN 978-0073530703.
DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress 2010. 226 s. ISBN 978-80-86929-68-2.
VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.**

Datum zadání: 21.11.2014

Datum odevzdání: 25.04.2015

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlášení

„Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 a č. 2, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.“

V Ostravě, dne 24. 4. 2015

.....*Bayerová Radka*.....

Bc. Radka Bayerová

Obsah

1 Úvod	6
2 Teoretická východiska fundamentální analýzy	7
2.1 Globální analýza	7
2.1.1 HDP	8
2.1.2 Úroková míra	8
2.1.3 Inflace	8
2.1.4 Peněžní zásoba.....	9
2.1.5 Kvalita investičního prostředí.....	9
2.2 Odvětvová analýza	10
2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	10
2.2.2 Životní cyklus daného odvětví.....	11
2.2.3 Struktura trhu	12
2.2.4 Regulace v odvětví	13
2.3 Fundamentální firemní analýza	13
2.3.1 Finanční analýza	13
2.3.2 SWOT analýza.....	20
2.3.3 Metody stanovení vnitřní hodnoty akcie	20
2.3.4 Dividendové diskontní modely (DDM).....	20
2.3.5 Modely diskontovaných peněžních toků	23
2.3.6 Ziskové modely	24
2.3.7 Historické modely.....	25
2.3.8 Bilanční modely.....	26
3 Globální a odvětvová analýza	28
3.1 Globální analýza.....	28
3.1.1 Reálný výstup ekonomiky	28
3.1.2 Úroková míra	29

3.1.3 Inlace	30
3.1.4 Peněžní zásoba.....	31
3.1.5 Devizový kurz.....	32
3.2 Odvětvová analýza	33
3.2.1 Energetika a geografie ČR.....	34
3.2.2 Výstavba nových výrobních kapacit.....	35
3.2.3 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	35
3.2.4 Životní cyklus odvětví	36
3.2.5 Tržní struktura odvětví	37
3.2.6 Regulační orgány	42
4 Firemní analýza vybrané společnosti a stanovení vnitřní hodnoty akcie	44
4.1 Charakteristika společnosti ČEZ, a. s.	44
4.1.1 Řízení společnosti	45
4.1.2 Základní kapitál a struktura akcionářů	47
4.1.3 Základní informace o akcích	48
4.1.4 Dividendová politika	48
4.1.5 Vize a strategie	50
4.2 Finanční analýza společnosti	52
4.2.1 Ukazatelé finanční stability a zadluženosti.....	52
4.2.2 Ukazatelé rentability	53
4.2.3 Ukazatelé likvidity.....	54
4.2.4 Ukazatelé aktivity	56
4.2.5 Ukazatelé kapitálového trhu	58
4.2.6 Altmanův model	59
4.3 SWOT analýza	60
4.4 Stanovení vnitřní hodnoty akcie	62
4.4.1 Dvoustupňový dividendový diskontní model.....	63

4.4.2 Účetní hodnota.....	64
4.4.3 Historický model P/S.....	64
4.4.4 Historický model P/BV	65
4.4.5 Ziskový model	66
4.4.6 Dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků FCFE.....	67
4.4.7 Výsledná VH akcie společnosti ČEZ	68
4.4.8 Investiční doporučení	69
5 Závěr	71
Seznam použité literatury	72
Seznam zkratk.....	75
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce	
Seznam příloh	
Přílohy	

1 Úvod

Smyslem fundamentální analýzy je zhodnocení současného stavu společnosti a její perspektivy v budoucnosti. Výsledkem fundamentální analýzy je investiční doporučení na základě stanovení vnitřní hodnoty akcie a posouzení, zda je správně oceněna na trhu. Při stanovení hodnoty společnosti se vychází z vývoje ekonomiky jako celku, vývoje daného odvětví a vývoje posuzované společnosti. Můžeme říci, že fundamentální analýza je zaměřena na zkoumání kurzotvorných faktorů na třech úrovních, kterými jsou globální a odvětvová analýza a také analýza konkrétní společnosti. Analýza konkrétní společnosti se zaměřuje na dvě oblasti, a to zejména na finanční analýzu a zjištění vnitřní hodnoty akciového titulu.

Cílem diplomové práce je pomocí fundamentální analýzy ocenit akcie společnosti ČEZ, a. s., porovnat získanou hodnotu s aktuálním kurzem na trhu a stanovit investiční doporučení.

Diplomová práce je rozdělena do pěti kapitol. Podrobné charakteristice fundamentální analýzy je věnována druhá kapitola. Ve třetí kapitole je detailně popsána globální a odvětvová analýza. Jsou zde zkoumány vlivy makroekonomických veličin na vývoj kurzu akcie, dále je zde uvedena odvětvová analýza, která se zabývá energetikou a geografii České republiky, výstavbou nových výrobních kapacit, citlivostí odvětví na hospodářský cyklus, životním cyklem odvětví, jeho tržní strukturou a v neposlední řadě také regulací v tomto odvětví.

Čtvrtá kapitola je zaměřena prakticky, začátek této kapitoly je věnován charakteristice společnosti, ve které jsou podrobně popsány vrcholové vedení a orgány společnosti, základní kapitál, základní údaje o akciích, dividendová politika, cíle a strategie společnosti. V další části je vypočtena finanční analýza společnosti včetně Altmanova modelu a SWOT analýzy. Konečná vnitřní hodnota akcie je propočtena pomocí dvoustupňového dividendového diskontního modelu, účetní hodnoty, historických modelů P/S a P/BV, ziskového modelu a dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků FCFE. Srovnáním vypočtené vnitřní hodnoty akcie s aktuálním kurzem na trhu je stanoveno, zda se jedná o akcii podhodnocenou, nadhodnocenou nebo správně oceněnou. Po posouzení všech skutečností je vydáno investiční doporučení.

2 Teoretická východiska fundamentální analýzy

Fundamentální analýza nejkompexněji a nejrozsáhleji objasňuje kurzové pohyby akcií. Zabývá se zkoumáním podstatných a základních politických, ekonomických, sociálních, geografických, a demografických faktorů a skutečností, které determinují vnitřní hodnotu akcie. Fundamentální analýza nezahrnuje pouze čisté firemní faktory ovlivňující správnou cenu akcie, kterými jsou např. očekávané a historické zisky a dividendy společnosti, výše podnikatelského a finančního rizika úzce souvisejícího se společností, kvalita managementu, poptávka po produktech a službách, vliv konkurence, plány a záměry zkoumané společnosti do budoucna, dosahovaná výše rentability, likvidity a dalších finančních ukazatelů, ale i odvětvové a globální faktory dopadající na hodnotu společností a jejich akcií.

Očekávaný vývoj průmyslové produkce, úrokových měr, inflace, peněžní nabídky, nezaměstnanost, vládní výdaje, platební bilance, devizové kurzy a politická rozhodnutí patří mezi globální faktory fundamentální analýzy.

Faktory, kterými jsou např. životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, legislativní a ekonomické podmínky odvětví, charakter struktury odvětví, rozsah inovační činnosti a technologický pokrok v odvětví, dopad rozhodnutí regulačních orgánů na zisky a tržby v odvětví, jsou součástí odvětvové analýzy.

2.1 Globální analýza

Prostřednictvím globální analýzy se zkoumá vliv celého trhu a ekonomiky na akciové trhy. S vývojem hospodářského cyklu lze vysledovat různé druhy indikátorů, které vypovídají o průběhu ekonomiky a lze je nepřímě použít i k prognóze akciových trhů. Tyto indikátory mohou být předbíhající, pokrývající nebo zpožděné. Mezi předbíhající faktory lze zařadit vývoj peněžní nabídky, vývoj akciových kurzů, index spotřebitelských očekávání, změnu v počtu poskytovaných firemních a spotřebitelských úvěrů, vývoj cash flow apod. Analýzou historie bylo zjištěno, že tyto indikátory předbíhají více vrchol hospodářského cyklu, než jeho dno. Mezi indikátory, které se pohybují současně s vývojem hospodářského cyklu, řadíme především HDP, objem průmyslové produkce, tržby za vyrobené a prodané zboží a ke zpožďujícím faktorům lze zařadit průměrnou dobu trvání nezaměstnanosti, index spotřebitelských cen atd. (Veselá, 2007).

Vývoj hospodářského cyklu lze charakterizovat makroekonomickými agregáty, kterými jsou např. vývoj HDP, úrokových měr, inflace, peněžní zásoby, aj. Během let byla

vysledována závislost vývoje akciových kurzů na těchto veličinách. Určitou roli zde hraje i stát a jeho daňová a subvenční politika. Na lehkou váhu nelze brát ani politické a ekonomické šoky, války, přírodní pohromy. Pokud chce investor dosahovat nadprůměrných zisků z držby akcie, měl by chápat reakce ceny v závislosti na ekonomickém cyklu a umět si správně vyložit vývoj makroekonomických veličin.

2.1.1 HDP

Kurz akcií souvisí s vývojem ekonomiky. Hlavním ukazatelem ekonomického vývoje je hrubý domácí produkt. Mezi vývojem HDP a kurzem akcie je pozitivní vztah. Akciové kurzy předbíhají o tři až devět měsíců před vývojem ekonomiky, tento jev je dán především tím, že cena akcie odráží budoucí zisky.

2.1.2 Úroková míra

Mezi akciovými kurzy a úrokovými měrami existuje silná nepřímá závislost, tedy při růstu úrokových měr klesají akciové kurzy a naopak. Nabízí se několik důvodů pro toto tvrzení. Jeden z nich je dán skutečností, že cena akcie je určena budoucími zisky, které je nutno diskontovat na současnou hodnotu. Jako diskontní faktor se užívá zejména požadovaná výnosová míra investora, jejíž výše je logicky ovlivněna výší úrokových měr. Pokud tedy úrokové míry vzrostou, roste i požadovaná výnosová míra, která jako odúročitel v konečném efektu snižuje cenu akcie. Dalším tvrzením je fakt, že akciové trhy se vyvíjí v konkurenčním vztahu s dluhopisovými trhy. Na konci hospodářského cyklu, kdy dochází prostřednictvím centrální banky a její měnové politiky ke zvedání sazeb a tlumení inflace, dochází k růstu úrokových měr.

V tomto období dochází k poklesu očekávaných výnosů na akciových trzích a zároveň k růstu výnosu na trzích dluhopisů. Investoři proto přelévají své prostředky na trh dluhopisů, čímž klesají ceny akcií a rostou ceny dluhopisů až do té doby, pokud se výnosové míry nerovnaj. Poslední tvrzení se odvíjí od trhu kapitálu, investor poptávající finanční zdroje platí úrok za jejich užívání. Při růstu úrokových měr se tak tyto zdroje stávají dražšími a toto vede k omezení investic ve firmách. Následkem snížení investic klesají očekávané budoucí zisky podniku a tedy i cena akcie.

2.1.3 Inflace

Mezi akciovými kurzy a inflací existuje mírně negativní vztah. Někteří ekonomové tvrdí, že tento vztah je pouze zprostředkovaný a samostatná závislost mezi těmito veličinami neexistuje. Nárůst inflace se často objevuje na konci hospodářského cyklu, kdy se mohou

objevovat známky přehřívání ekonomiky, je tedy často doprovázen zvyšováním úrokových měr prostřednictvím měnové politiky centrální banky, z tohoto hlediska očekávají investoři pokles akciových kurzů.

Hypotéza peněžní iluze je založena na předpokladu, že mnozí investoři nerozlišují mezi nominální a reálnou úrokovou mírou. Nominální úroková míra je totiž dána součtem reálné úrokové míry a inflace. Pokud investor užije jako diskontního faktoru nominální úrokovou míru, dochází k podhodnocení akcie. Další vysvětlení vychází z účetnictví, ve finančním účetnictví je majetek vykazován v historických hodnotách. Tyto hodnoty jsou výrazně nižší, než reálná hodnota, která roste kvůli inflaci. Proto často může docházet k podhodnocení nákladové položky odpisů, které jsou odčitatelnou položkou daňového základu, to nakonec vede k vyššímu daňovému zatížení a nižším ziskům podniku. Podobně mohou být ovlivněny inflací i zásoby, jejichž náklady při vyskladnění ovlivní daňové zatížení podniku. Obdobný vliv na zisk můžou mít i úrokové náklady. Zvyšování úrokových nákladů mohou ovlivnit nejen daňový základ, ale i čistý zisk.

2.1.4 Peněžní zásoba

Vývoj peněžní zásoby předbíhá i vývoj akciových kurzů, vztah mezi těmito veličinami lze v krátkém období označit za pozitivní. Pozitivní vztah se dá vysvětlit efektem likvidity. Pokud dojde ke zvýšení peněžní zásoby, investoři a ostatní subjekty působící na kapitálovém trhu pocítují nadbytek finančních prostředků, které mohou následně investovat do zbytných statků. Růst peněžní nabídky snižuje krátkodobou úrokovou míru, což vede k růstu akcií.

2.1.5 Kvalita investičního prostředí

Kvalitu investičního prostředí můžeme chápat jako všeobecné podmínky, které vzbuzují nebo naopak nevzbuzují důvěru potenciálních investorů k realizaci budoucích investic. Za nejdůležitější dílčí oblasti jsou obecně považovány transparentnost, bezpečnost a stabilita finančního trhu (Rejnuš, 2014).

Kvalitu investičního prostředí ovlivňují především schodky a nerovnováha, cenové regulace a černý trh, korupce, hospodářská kriminalita a právní systém, a v neposlední řadě ekonomické a politické šoky.

Význam informací, které se týkají schodků nebo přebytků obchodní a platební bilance nebo veřejných rozpočtů spočívá v tom, že vypovídá o celkové situaci, zda se nachází ekonomika státu v rovnováze. Tyto ukazatelé mají význam z hlediska trendů vývoje, dochází-

li k prohlubování schodků v průběhu času, znamená to, že se ekonomika odchyluje od rovnovážného stavu a tento problém bude nutno řešit.

Ve vyspělých ekonomikách, které se nacházejí ve stavu rovnováhy, určují ceny trh. Pokud dochází k regulaci ceny úřady, znamená to odchylky od tržní rovnováhy. Cenové regulace se vyznačují existencí dvojích cen, které jsou oficiální ceny a ceny dosahované na černém trhu. Obecně lze říci, že čím jsou skutečné tržní ceny a regulované ceny od sebe vzdálenější, tím větší problém v budoucnu může nastat.

Politické a ekonomické šoky, pohromy a války ovlivňují akciové kurzy negativně. Protože se jedná o neočekávané události, je velice obtížné jakkoliv prognózovat jejich výskyt. Z novodobé historie lze zmínit teroristické útoky, zejména v New Yorku, Londýně, hypoteční krizi v USA jako jeden z důvodů recese, v České republice měla výrazný negativní dopad demise vlády v roce 1997.

Pro investory není podstatný pouze negativní vliv korupce a hospodářské kriminality na hospodářský růst, ale zajímá je také úroveň a funkce právního systému státu s důrazem na ochranu vlastnictví. Nedostatečná legislativa a špatné fungování soudů vážně ohrožuje soukromý majetek, který může být například zcela znehodnocen nebo ukraden. Pro investory je tedy i tento faktor v jejich vlastním zájmu pečlivě sledován.

2.2 Odvětvová analýza

Podstatou odvětvové analýzy jsou specifika a vztahy v odvětví, ve kterém daná společnost působí a jejich vliv na kurzy akcií. K důležitým faktorům v odvětvové analýze patří především citlivost odvětví na hospodářský cyklus, životní cyklus daného odvětví, struktura trhu a v neposlední řadě regulace v odvětví (Veselá, 2007).

2.2.1 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Každé odvětví, ve kterém firma operuje, reaguje na hospodářský cyklus jinak. Na ziskovost společnosti a tím i na cenu akcie působí s různou intenzitou vývoj ekonomiky. Veškerá odvětví lze rozdělit do tří základních skupin a to na cyklická, neutrální a anticyklická odvětví.

Do cyklických odvětví se zařazují všechny firmy, které produkují statky zbytné spotřeby, tedy výrobky a služby, jejich spotřeba není nutná a lze ji odložit do budoucna. Ceny

akcií takových společností se vyvíjí obdobně jako hospodářský cyklus. V období konjunktury rostou společností tržby, marže a zisky, naopak v období recese poptávka po jejich produktech výrazně klesá.

K neutrálním odvětvím patří společnosti, které produkují statky nezbytné spotřeby nebo návykové produkty. Lze tady zařadit potravinářské produkty, farmaceutický průmysl, tabákový průmysl a výrobu alkoholických nápojů. Výše tržeb a zisků těchto firem zpravidla nebývá příliš ovlivněna hospodářským cyklem a akciové kurzy na něj reagují v omezené míře.

Do anticyklických odvětví lze zařadit společnosti, které profitují během recese. Takové společnosti produkují levnější substituty drahých produktů, v období ekonomického poklesu se zvyšuje jejich poptávka po těchto levnějších výrobcích a službách a firmy dosahují dočasně vyšších zisků. Jako příklad lze uvést levné oděvy, obuv a potraviny nahrazující drahé výrobky, či televizní společnosti, které svým vysíláním nahrazují dražší formy zábavy (Veselá, 2007).

2.2.2 Životní cyklus daného odvětví

Každé odvětví prochází jistými fázemi svého životního cyklu. Vývoj tržeb, ziskovosti odvětví a ceny akcie se zásadně odvíjí podle toho, v jaké fázi cyklu se odvětví nachází. Životní cyklus lze rozdělit na 4 etapy, kterými jsou pionýrská fáze, fáze rozvoje, stability a období útlumu.

V pionýrské fázi společnost produkuje nové, či silně inovované produkty. Po těchto statcích prudce narůstá poptávka, firmy mohou dosahovat nadprůměrných zisků. To je však lákadlo pro stále rostoucí konkurenci, která nemůže zaručit silnou a stálou pozici žádné společnosti a mnoho podniků v této fázi zkrachuje. Investor zde může dosahovat mimořádných výnosů, které jsou kompenzovány vyšším rizikem. Typickým příkladem této fáze můžeme uvést boom ve výpočetní technice v průběhu 90. let.

Ve fázi rozvoje dochází ke stabilizaci odvětví, firmy, které přečkaly pionýrskou fázi, již mají poměrně vybudované místo na trhu, které si nyní upevňují. Poptávka po produktech zůstává poměrně vysoká, nicméně již stoupá klesajícím tempem. Tržby a zisky se stávají stabilnějšími než v první fázi a proto je méně obtížné prognózovat vývoj kurzů akcií.

Ve fázi stability se na trhu nacházejí silné firmy, které mají zavedené jméno na trhu. Vývoj tržeb, marží a zisku se vyvíjí stabilně, proto je pro analytika jednodušší prognózovat

vývoj kurzů. V této fázi jsou nízké výnosy a postupně se navyšují náklady, zejména na marketing a propagaci produktů. Společnosti, které již v tomto odvětví nevidí budoucnost, postupně odcházejí.

Období útlumu navazuje na fázi stability, v této fázi odvětví zastarává a objem produkce se pozvolna snižuje a některé firmy ukončují svou činnost. Může se stát, že výrobek projde zásadní inovací a pokud se mu podaří uchytit na trhu a je po něm vysoká poptávka, celé odvětví může být znovu oživeno a opět vstupuje do 1. fáze. Jako příklad lze uvést výrobu malých a úspornějších aut v 80. letech po ropné krizi, která nahradila velká neekonomická vozidla (Veselá, 2007).

2.2.3 Struktura trhu

Pohyb akciových kurzů také souvisí se strukturou trhu daného průmyslu nebo služeb. Rozlišují se čtyři základní typy tržní struktury podle počtu firem v odvětví, charakteru produktu, překážek vstupu do odvětví a způsobu tvorby ceny.

O monopol se jedná v případě, že je na trhu pouze jedna firma, která zabezpečuje veškerou produkci v daném odvětví. Tato firma si sama určuje cenu produktu, vstupu ostatních subjektů na trh brání bariéry, které většinou nelze překonat. Bariérami mohou být zákonná omezení, nebo abnormálně vysoké náklady na vstup. Tyto společnosti mají stabilní vývoj zisků, které jsou mnohdy nadprůměrné a vysoké akciové kurzy. Neexistující konkurence znamená malý tlak na snižování nákladů a efektivnější řízení podniku. Jako příklad lze uvést poštovní služby, železnice, výroba a rozvod elektrické energie.

Oligopolní struktura je typická pro odvětví, kde na trhu existuje malý počet firem, které mají svou pevnou pozici na trhu. Při vstupu nové firmy do odvětví brání bariéry, které lze překonat, ale vstup do odvětví je většinou velice nákladný. Jedná se například o vysoké počáteční náklady na vybudování infrastruktury či regulatorní překážky. Cenu tvoří několik firem, které mají zásadní vliv na její tvorbu. Oligopolní společnosti dosahují zpravidla vysokých zisků, avšak cena akcie je ovlivněna hospodářským cyklem více než je tomu u monopolu. Příkladem lze uvést bankovníctví, pojišťovnictví, letiště a telekomunikace.

Pro odvětví pohostinství, potravinářský průmysl a zemědělství je typická monopolistická konkurence. Na trhu se nachází spousta firem, které nabízejí podobný produkt, vstupu na trh brání malé překážky, kterými jsou například počáteční náklady na propagaci produktu, které lze snadno překonat. Vliv jednoho podniku na výslednou cenu

je příliš malý. Mnoho veličin pro ocenění má velice kolísavý průběh, proto je obtížná analýza podniku.

V případě dokonalé konkurence se na trhu nachází spousta malých firem, které vyrábějí stejný, tzv. homogenní produkt. Téměř zde neexistují bariéry pro vstup do odvětví, podnik nemá žádné možnosti při určování ceny produktu. Ziskovost těchto podniků je velice nízká a při analýze takových společností je nutné použít speciální metody.

2.2.4 Regulace v odvětví

Regulace daného odvětví může mít daleko větší dopady na akciový kurz, než se na první pohled může zdát. Legislativní opatření mohou pomoci, ale naopak i bránit v určitém vývoji. Některé firmy jsou regulatorním orgánem upřednostňovány, což se může odrazit v pozitivním vývoji kurzu akcie, ale na druhé straně mohou být i sankciovány. V případě porušení pravidel hospodářské soutěže či nedodržování zákonů při své činnosti může regulatorní orgán udělit sankce. Sankciovaná firma pak musí nahradit škody a tím dojde ke zvýšení jejich nákladů a poklesu zisku i akciového kurzu. Lze se setkat i s cenovými stropy, které udávají maximální cenu za daný produkt nebo službu. Jako příklad regulování cenovým stropem lze uvést regulované nájemné, které zaručuje stabilní ceny a proto i stabilní vývoj kurzů firem vlastníci takové nemovitosti (Štýbr, Klepetko, Ondráčková, 2011).

2.3 Fundamentální firemní analýza

Fundamentální firemní analýza hodnotí faktory, které se týkají analyzované akcie a podílí se na utváření její vnitřní hodnoty. Při analýze jsou využívány nejrůznější analytické metody, modely a nástroje. Vypočtená vnitřní hodnota akcie se porovná s aktuálním kurzem na trhu, který je utvořen působením nabídky a poptávky po dané akci. Výsledkem porovnání je konstatování, zda se jedná o akcii podhodnocenou, to znamená, že její stanovená vnitřní hodnota akcie je větší, než její tržní cena. Je-li stanovená vnitřní hodnota akcie menší, než tržní cena na trhu, jedná se o akcii nadhodnocenou. Pokud jsou obě sledované hodnoty totožné, jde o akcii správně oceněnou. Hlavním cílem fundamentální analýzy je toto srovnání obou hodnot (Veselá, 2011).

2.3.1 Finanční analýza

Finanční analýza podle Dluhošové (2010) představuje významnou součást finančního řízení podniku. Pro hodnocení finanční situace a výkonnosti podniků slouží celá řada poměrových ukazatelů. Hlavním důvodem využívání ukazatelů je zhodnocení finanční situace

podniku a formulace doporučení pro jeho další vývoj. Cílem finanční analýzy je komplexně posoudit úroveň současné finanční situace podniku, posoudit vyhlídky na finanční situaci v budoucnosti a připravit opatření ke zlepšení ekonomické situace podniku.

Základními oblastmi ukazatelů finanční analýzy jsou ukazatelé finanční stability a zadluženosti, ukazatelé rentability, ukazatelé likvidity, ukazatelé aktivity a ukazatelé vycházející z údajů kapitálového trhu.

2.3.1.1 Ukazatelé finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilitu podniku určuje struktura zdrojů financování. Finanční stabilitu lze hodnotit prostřednictvím analýzy vztahu mezi podnikovými aktivy a zdroji jejich krytí. K nejdůležitějším ukazatelům založených na porovnání údajů z rozvahy, které umožňují hodnotit různé stránky finanční stability, patří ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech:

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.1)$$

Tento ukazatel odráží dlouhodobou finanční stabilitu a udává, do jaké míry je podnik schopný krýt své prostředky vlastními zdroji. Zvyšování tohoto ukazatele znamená upevňování finanční stability.

Ukazatel stupně krytí stálých aktiv poměruje dlouhodobý kapitál ke stálým aktivům. Dlouhodobými zdroji by měla být kryta stálá aktiva, dlouhodobý hmotný a nehmotný majetek. Stupeň krytí stálých aktiv by měl dosahovat alespoň hodnoty 100 %, to znamená, že veškerá stálá aktiva by měla být kryta dlouhodobým kapitálem:

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dlouhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}} \quad (2.2)$$

Ukazatel celkové zadluženosti slouží pro hodnocení přiměřenosti zadlužení podniku. Celková zadluženost představuje podíl celkových závazků k celkovým aktivům. Čím je tento ukazatel vyšší, tím vyšší je riziko věřitelů. Zadluženost ovlivňuje nejen věřitelské riziko, ale i výnosnost podniku:

$$\text{Celková zadluženost} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.3)$$

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu se vypočte jako podíl cizího kapitálu k vlastnímu kapitálu:

$$Ukazatel\ zadluženosti\ vlastního\ kapitálu = \frac{cizí\ kapitál}{vlastní\ kapitál} \quad (2.4)$$

Ukazatel úrokového krytí udává, kolikrát kryje provozní zisk úroky, tj. kolikrát je zajištěno placení úroku:

$$Úrokové\ krytí = \frac{EBIT}{úroky}, \quad (2.5)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi.

Ukazatel úrokového zatížení poměřuje úroky s EBITem a vyjadřuje, jakou část celkového vytvořeného efektu odčerpávají úroky. Závisí především na rentabilitě činnosti podniku, na podílu zdrojů na financování společnosti, které podnik získal vydáním dluhopisů, z bankovních úvěrů, na úrokové sazbě apod. Pokud má podnik stabilně nízké úrokové zatížení, může si dovolit vyšší podíl cizích zdrojů:

$$Úrokové\ zatížení = \frac{úroky}{EBIT}. \quad (2.6)$$

2.3.1.2 Ukazatelé rentability

Za základní kritérium hodnocení rentability je považována rentabilita vloženého kapitálu, ta je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Podle toho, jaký typ kapitálu je použit se rozlišují následující ukazatele, kterými jsou *rentabilita aktiv*, *rentabilita vlastního kapitálu* a *rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu*.

Ukazatel rentability aktiv (ROA) je považován za klíčové měřítko rentability, protože poměřuje zisk s celkovými aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na to, z jakých zdrojů jsou financovány:

$$Rentabilita\ aktiv = \frac{EBIT}{aktiva}. \quad (2.7)$$

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (ROCE) vyjadřuje efekt plynoucí z dlouhodobých investic. Tímto ukazatelem se hodnotí význam dlouhodobého investování na základě určení výnosnosti vlastního kapitálu, který je spojen s dlouhodobými zdroji. Investovaný kapitál se vztahuje pouze ke zpoplatněnému kapitálu:

$$Rentabilita\ dlouhodobých\ zdrojů = \frac{EBIT}{vlastní\ kapitál + dlouhodobé\ dluhy}. \quad (2.8)$$

Rentabilita vlastního kapitálu (ROE) vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů, a tedy i jejich zhodnocení v zisku. Úroveň rentability vlastního kapitálu se odvíjí od rentability celkového kapitálu a úrokové míry cizího kapitálu:

$$\text{Rentabilita dlouhodobých zdrojů} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.9)$$

Rentabilita tržeb (ROS) se vypočte jako podíl čistého zisku a tržeb, jeho nízká úroveň značí chybné řízení firmy, střední úroveň je znakem dobré práce managementu firmy a dobrého jména firmy na trhu, vysoká úroveň ukazatele ukazuje na nadprůměrnou úroveň firmy. Ukazatel by měl být používán především pro mezipodnikové srovnání a srovnání v čase:

$$\text{Rentabilita tržeb} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{tržby}} \quad (2.10)$$

2.3.1.3 Ukazatelé likvidity

Pod pojmem likvidita lze chápat obecnou schopnost podniku hradit své závazky, získat dostatek prostředků na provedení potřebných plateb. Likvidita tedy závisí na tom, jak rychle je podnik schopen inkasovat své pohledávky, zda má prodejné výrobky, a jestli je v případě nutnosti schopen prodat své zásoby.

Celková likvidita slouží k posouzení platební schopnosti podniku. Poměruje oběžná aktiva a krátkodobé neúročené závazky, kterými se zpravidla rozumí krátkodobé neúročené závazky z obchodního styku a krátkodobé bankovní úvěry. Za přiměřenou výši tohoto ukazatele se považuje rozmezí od 1,5 do 2,5:

$$\text{Celková likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.11)$$

U dalšího vzorce, kterým je ukazatel pohotové likvidity se berou v úvahu z oběžných aktiv pouze pohotové prostředky, tj. pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry a netto pohledávky. Doporučená hodnota tohoto ukazatele je v rozmezí od 1,0 do 1,5. Výše ukazatele se odvíjí od typu činnosti podniku, odvětví a také na strategii podniku v oblasti finančního hospodaření:

$$\text{Pohotová likvidita} = \frac{\text{oběžná aktiva} - \text{zásoby}}{\text{krátkodobé závazky}} \quad (2.12)$$

Z operativního hlediska je významný ukazatel vyjadřující okamžitou likviditu. Základní složku pohotových platebních a tedy nejlikvidnějších prostředků tvoří peníze na účtech,

peníze v hotovosti a šeky. Tento ukazatel je poměrně nestabilní a proto může sloužit zejména k dokreslení úrovně likvidity podniku:

$$\text{Okamžitá likvidita} = \frac{\text{pohotovové platební prostředky}}{\text{krátkodobé závazky}}. \quad (2.13)$$

Čistý pracovní kapitál (ČPK) představuje část oběžného majetku, která se během roku přemění v pohotové peněžní prostředky a po splacení krátkodobých závazků může být použita k uskutečnění podnikových záměrů. Výše ČPK je určena skladbou bilance podniku. Pokud má mít podnik zajištěnu likviditu, pak krátkodobá aktiva mají být vyšší než krátkodobé závazky. Jinak řečeno dlouhodobé zdroje, tj. vlastní kapitál a dlouhodobé závazky, mají převyšovat dlouhodobá (fixní) aktiva. Jestliže se dlouhodobým kapitálem financuje krátkodobý oběžný majetek, hovoříme o překapitalizování podniku. Opačně, jestliže krátkodobý cizí kapitál se podílí na krytí dlouhodobého majetku, hovoříme o podkapitalizování podniku. ČPK charakterizuje přebytek oběžných aktiv nad krátkodobými pasivy, a tedy platební schopnost podniku (Dluhošová, 2010):

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{oběžná aktiva} - \text{krátkodobé závazky}, \quad (2.14)$$

$$\text{Čistý pracovní kapitál} = \text{dlouhodobé zdroje} - \text{fixní aktiva}. \quad (2.15)$$

2.3.1.4 Ukazatelé aktivity

Ukazatelé relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv jsou souhrnně nazývány ukazateli aktivity. Jedná se především o ukazatelé typu doby obratu nebo obratovosti, které jsou používány pro řízení aktiv.

Ukazatelem obratu celkových aktiv se měří obrat neboli intenzita využití celkového majetku. Čím je vyšší hodnota ukazatele, tím efektivněji podnik využívá majetek:

$$\text{Obrátka celkových aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{celková aktiva}}. \quad (2.16)$$

Obrácenou hodnotou ukazatele obratu je vyjádřena doba obratu. Ta vyjadřuje, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Pozitivní je co nejkratší doba obratu, hodnota je určena obratem fixního a pracovního kapitálu, čím je podíl fixních aktiv vyšší, tím je hodnota ukazatele vyšší. Je také ovlivněn dynamikou tržeb:

$$\text{Doba obratu aktiv} = \frac{\text{celková aktiva} \cdot 360}{\text{tržby}}. \quad (2.17)$$

Ukazatel doby obratu zásob charakterizuje úroveň běžného provozního řízení. Tento ukazatel je citlivý na změny v dynamice výkonů a je široce používán. Je žádoucí, pokud je doba obratu zásob udržována na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši:

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby}. \quad (2.18)$$

Obrátka zásob nám sděluje, kolikrát je během roku každá položka zásob přeměněna v hotovost a znovu uskladněna. Přináší tedy přehled o úrovni likvidity těchto zásob:

$$Obrátka\ zásob = \frac{tržby}{zásoby}. \quad (2.19)$$

Doba obratu pohledávek vypovídá o strategii řízení pohledávek a udává, za jak dlouho jsou průměrně placeny faktury. Pokud ukazatel trvale překračuje dobu splatnosti, je na místě kontrola platební kázně odběratelů. Ukazatel hraje významnou roli při plánování peněžních toků:

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby}. \quad (2.20)$$

Obrátka pohledávek se bude zvyšovat při rostoucí tržbě, což je žádoucí, neboť to rovněž svědčí o rychlé přeměně jedné formy majetku na formu jinou, tj. přeměna pohledávky na peníze:

$$Obrátka\ pohledávek = \frac{tržby}{pohledávky}. \quad (2.21)$$

Doba obratu závazků stanovuje dobu, která uplyne mezi nákupem zásob či externích výkonů a jejich úhradou, tedy jaká je naše platební morálka vůči našim věřitelům:

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby}. \quad (2.22)$$

Obrátka závazků vyjadřuje, kolikrát se v průběhu roku přemění závazky na peníze:

$$Obrátka\ závazků = \frac{tržby}{závazky}. \quad (2.23)$$

2.3.1.5 Ukazatelé kapitálového trhu

U následujících ukazatelů se vychází kromě účetních údajů, také z údajů kapitálového trhu. Z toho vyplývá, že ne každá firma má právní formu akciové společnosti a její akcie jsou volně obchodovatelné na kapitálových trzích.

Podle ukazatele čistého zisku na akcii (EPS) je možno zjistit, kolik čistého zisku připadá na jednu akcii a jakou maximální výši dividend je možné vyplatit ze zisku společnosti. Čím vyšší bude hodnota čistého zisku na akcii, tím budou investoři spokojenější:

$$\text{Čistý zisk na akcii} = \frac{\text{čistý zisk}}{\text{počet kusů kmenových akcií}} \quad (2.24)$$

Růst hodnoty ukazatele P/E v čase může být způsoben pozitivním vlivem, vírou investorů v budoucí růst hodnoty, nebo negativním, poklesem ziskovosti firmy. Každopádně však nízká hodnota P/E znamená dobrou příležitost k investici, udává počet let potřebných ke splácení ceny akcie jejím výnosem (Dluhošová, 2010):

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{tržní cena akcie}}{\text{čistý zisk na jednu akcii}} \quad (2.25)$$

Účetní hodnota akcie odráží poměr tržní hodnoty firmy k její účetní hodnotě. Vyšší tržní hodnotou než účetní se vyznačují prosperující podniky, neboť je vytvořen goodwill:

$$\text{Účetní hodnota akcie} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet kmenových akcií}} \quad (2.26)$$

Výplatní poměr říká, jaká část z čistého zisku je vyplácena na dividendách, také poskytuje informace o reinvestiční aktivitě podniku a jeho strategii:

$$\text{Výplatní poměr} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{čistý zisk na jednu akcii}} \quad (2.27)$$

Dividendový výnos zobrazuje čistou výnosovou míru, kterou přímo získá investor z obvyklých akcií z investované částky. Běžně se kalkuluje jako podíl dividend k tržní ceně obvyklých akcií. Jeho konstrukce je založena obvykle na základě předpokladu, že objem vyplácených obvyklých dividend vyvolá daňovou úlevu (Petřík, 2009):

$$\text{Dividendový výnos} = \frac{\text{dividenda na kmenovou akcii}}{\text{tržní cena akcie}} \quad (2.28)$$

2.3.1.6 Altmanův model

Altmanův model je souhrnný index pro hodnocení finančního zdraví podniku. Index lze vypočítat jako součet hodnot pěti běžných poměrových ukazatelů, kterým je přiřazena různá váha, největší váhu má však rentabilita celkového kapitálu. Jedním z cílů Altmanova modelu bylo zjistit, jak by bylo možné snadno odlišit bankrotující firmy a firmy s minimální pravděpodobností bankrotu. Altmanův model pro společnosti, které patří do skupiny firem veřejně obchodovatelných na burze lze vyjádřit následovně (Růčková, 2011):

$$Z = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1X_5, \quad (2.29)$$

kde Z je skóre, X_1 pracovní kapitál/aktiva celkem, X_2 nerozdělený zisk/aktiva celkem, X_3 zisk před úroky a daněmi/aktiva celkem, X_4 tržní cena akcií/dluhy celkem, X_5 tržby celkem/aktiva celkem. Podniky s minimální pravděpodobností bankrotu mají $Z > 2,99$, podniky s vysokou pravděpodobností bankrotu mají $Z < 1,81$, podniky v šedé zóně $1,81 \leq Z \leq 2,99$.

2.3.2 SWOT analýza

SWOT analýzu lze považovat za nejjednodušší systematický přístup pro analýzy společnosti a konkurence. SWOT představuje „*Strengths*“ (silné stránky), „*Weaknesses*“ (slabé stránky), „*Opportunities*“ (příležitosti) a „*Threats*“ (hrozby). SWOT analýzu lze zaměřit na vlastní společnost nebo na analýzu konkurence. Postup analýzy konkurence je takový, že nejprve se provede analýza prostředí, ze které se získají potřebné informace o konkurenci a postupuje se dále ve čtyřech zmíněných oblastech SWOT. Hodnotí se silné a slabé stránky konkurentů a vlastní společnosti, např. značka, kvalita výrobků, distribuční kanály, způsob prodeje, nákladovost, kvalita webových stránek, a tyto informace se využijí pro definici příležitosti, které společnost má, případně k definici hrozeb, které představují konkurenti (Fotr, 2012).

2.3.3 Metody stanovení vnitřní hodnoty akcie

Existuje poměrně velká spousta modelů pro stanovení vnitřní ceny akcie. Problém může nastat ve správné volbě a použití modelů, různé modely aplikované na tutéž akcií mohou dávat různé vnitřní hodnoty. Při oceňování akcií a při výpočtu jejich vnitřních hodnot si vždy musíme připomínat, že vypočtená hodnota není objektivní a přesná. Dva různí analytici dojdou zpravidla k různým vnitřním hodnotám stejné akcie, protože každý z nich v modelu použil jiné předpoklady, které mají rozhodující dopad na výsledek. Vnitřní hodnota také není pevná, ale mění se v čase. Z těchto všech důvodů je její výpočet jen přibližný (Gladiš, 2005).

2.3.4 Dividendové diskontní modely (DDM)

K nejpoužívanějším a nejrozšířenějším metodám pro stanovení vnitřní hodnoty akcie především pro svou jednoduchost patří dividendové diskontní modely. Diskontování znamená převedení veškerých budoucích příjmů z akcie na současnou hodnotu, tzn. vnitřní hodnota akcie je dána současnou hodnotou veškerých výnosů, které akcie přinese v budoucnu. Za výnosy z držby akcie lze považovat výplatu dividend nebo kapitálových zisků z obchodních transakcí s danými tituly. Jsou podniky, které vyplácejí stálou dividendu, ale jsou i podniky s nepravidelnou výplatou nebo jejich proměnlivou výší. Z tohoto hlediska se dělí DDM na

modely s konečnou a nekonečnou dobou držby a podle výše a proměnlivosti dividendy na jednostupňové a dvoustupňové DDM (Štýbr, Klepetko, Ondráčková, 2011).

Požadovaná výnosová míra je součtem bezrizikové výnosové míry a prémie za riziko, lze je vypočítat podle vzorce:

$$E_r = k = R_F + P_r, \quad (2.30)$$

kde R_F představuje bezrizikovou výnosovou míru a P_r prémii za riziko. Bezriziková výnosová míra plyne z instrumentů, které vyjadřují téměř nulové riziko, ale také nižší výnos, například státní pokladniční poukázky, depozitní certifikáty, dluhopisy atd. Rozkladem prémie za riziko lze vidět, co se za touto hodnotou skrývá. Výnosová míra tržního portfolia r_m se snižuje o bezrizikovou výnosovou míru a celý rozdíl je násoben beta koeficientem. Beta koeficient lze zjistit vynásobením korelačního koeficientu výnosnosti akcie a tržního portfolia podílem rizika akcie v čitateli vůči riziku tržního portfolia ve jmenovateli. Obě rizika jsou vyjádřena směrodatnou odchylkou představující absolutní hodnotu variability (Štýbr, Klepetko, Ondráčková, 2011):

$$E_r = k = R_F + \text{beta} \cdot (r_m - R_F) \quad (2.31)$$

Dividendové diskontní modely s nekonečnou dobou držby předpokládají, že se neuvažuje v blízké budoucnosti o jejich prodeji. Do budoucích příjmů se zahrnují pouze očekávané dividendy, nezahrnuje se prodejní cena akcie. Z toho vyplývá, že tento model odráží prodejní cenu akcie z dlouhodobého časového horizontu a je obtížné zachytit krátkodobé odchylky skutečného kurzu akcie od její vnitřní hodnoty. Vnitřní hodnota akcie, která je dána současnou hodnotou budoucích dividend v absolutních částkách se vypočte následovně (Veselá, 2003):

$$VH = \frac{D_1}{1+r} + \frac{D_2}{(1+r)^2} + \frac{D_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{D_4}{(1+r)^4}, \quad (2.32)$$

kde VH je vnitřní hodnota, D_1 až D_n jsou očekávané dividendy na konci jednotlivých let, r je požadovaná výnosová míra.

Často se můžeme setkat kromě absolutního vyjádření dividendy s jejím očekávaným konstantním růstem, který vytvořil Myron J. Gordon, který je použitelný za předpokladu, že růstová míra dividend (g) je konstantní a požadovaná výnosová míra (r) je větší než růstová míra dividend. Tento model byl pojmenován podle svého tvůrce jako Gordonův model.

Uvažujeme-li o nekonečné době držby a pouze jedné konstantní míře růstu, nebo poklesu dividend, dostává řada dividendových plateb podobu nekonečné geometrické řady:

$$VH = \frac{D_1}{r-g}. \quad (2.33)$$

V případě, že společnost vyplácí každoročně stejnou výši dividendy na akcii, používá se dividendový diskontní model s nulovým růstem, který má nekonečnou geometrickou řadu. Sečtením nekonečné geometrické řady s konstantní dividendou získáme vnitřní hodnotu akcie:

$$VH = \frac{D_{konstanta}}{r}, \quad (2.34)$$

Dividendové diskontní modely s konečnou dobou držby slouží pro ohodnocení akcií, u kterých je předpokládán prodej v blízké budoucnosti. Součástí budoucích příjmů jsou dividendy i očekávaná prodejní cena akcie. Protože není možné přesně odhadnout budoucí prodejní kurz akcie, není tento model vhodný pro střední a dlouhé období. Za předpokladu, že akcie bude držena pouze jeden rok a následně prodána, vypočítá se vnitřní hodnota následovně:

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)^1} + \frac{P}{(1+k)^1}, \quad (2.35)$$

kde V_0 vyjadřuje vnitřní hodnotu akcie dnes, D_1 je očekávaná dividendy vyplácená v roce držby, P je očekávaný prodejní kurz a k určuje požadovanou výnosovou míru investora.

U Gordonova modelu se uvažuje pouze s jednou konstantní výši růstu dividend. Použijí-li se při výpočtu vnitřní hodnoty akcie dvě různé míry růstu dividend, pak hovoříme o *dvoustupňovém dividendovém diskontním modelu*. Dvoustupňový dividendový model uvažuje dvě rozdílné fáze růstu dividend g_1 a g_2 , přičemž g_1 vyjadřuje nadprůměrný (podprůměrný) růst dividend v první fázi a g_2 představuje normální růst dividend ve druhé fázi, která bývá považována za nekonečnou. Dividendový diskontní model realističtěji zobrazuje správnou vnitřní hodnotu akcie:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0 \cdot (1+g)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_0 \cdot (1+g_1)^T \cdot (1+g_2)}{(1+k)^T \cdot (k-g_2)}, \quad (2.36)$$

kde T představuje délku první fáze, ostatní znaky jsou popsány výše. Optimální využití této metody je pro společnosti, které působí v cyklickém období a očekávají v budoucnu

změnu ve výplatě dividend, nebo které se nacházejí ve třetí fázi životního cyklu (Musílek, 2011).

2.3.5 Modely diskontovaných peněžních toků

Tyto modely slouží k předpovědi budoucích toků hotovosti, které přicházejí k investorovi prostřednictvím vlastnictví akcie, tyto toky jsou následně diskontovány určitou úrokovou sazbou tak, aby byla vyjádřena jejich současná hodnota. Modely se od sebe liší budoucími toky hotovosti a předpoklady o jejich dalším vývoji a také použitou diskontní sazbou. K nejvíce používaným modelům patří model *Free Cash Flow to Equity* (FCFE model), model *Free Cash Flow to Firm* (FCFF model), model *upravené současné hodnoty volného cash flow* (APV model). Níže bude popsán pouze FCFE model, který bude použit v praktické části této práce.

Tento model FCFE slouží ke stanovení vnitřní hodnoty akcie na úrovni akcionářů, nebo-li majitelů společnosti. Volnými peněžními prostředky jsou myšlené prostředky, které zůstanou akcionářům z čistého zisku po úhradě úrokových nákladů, splátek úvěrů, jistin, kupónů z emitovaných dluhopisů, a po úhradě investičních výdajů. Tato hodnota je naopak navýšena o hodnotu odpisů a nově emitovaných dluhových instrumentů. Volné peněžní toky akcionářům lze vyjádřit následovně:

$$FCFE_0 = EAT + ODP - INV - \Delta \text{ČPK} - \text{splátky dluhů} + \text{nové emise dluh. instr.} \quad (2.37)$$

Pro podniky, které vykazují stabilní růst a vyplácí dividendy je vhodný jednorázový model FCFE, který se vypočte podle vzorce:

$$\text{Hodnota VK} = \frac{FCFE_1}{r_e - g}, \quad (2.38)$$

kde r_e jsou náklady vlastního kapitálu a g je míra růstu.

U dvofázového modelu FCFE se první fáze sestavuje z konkrétního finančního plánu FCF na několik let dopředu s předpokládanou vyšší mírou růstu, následující druhá fáze je zaměřena na odhad pokračující hodnoty za předpokladu stabilního růstu. Vnitřní hodnota akcie se určí podle vzorce:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+r_{e1})^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_{e2}-g)} \cdot (1+r_{e1})^{-T}, \quad (2.39)$$

kde r_{e1} představují výši nákladů vlastního kapitálu v první fázi, r_{e2} představují výši nákladů vlastního kapitálu v druhé fázi, druhý zlomek vyjadřuje tzv. pokračující hodnotu (PH), to je hodnota podniku v druhé fázi a g představuje růst podniku v druhé fázi.

Model FCFF vyjadřuje vnitřní hodnotu firmy z pohledu akcionářů i věřitelů, je to souhrn peněžních toků, na které mají nárok akcionáři i věřitelé. Výpočet FCFF můžeme realizovat dvěma způsoby (Veselá, 2003):

$$FCFF = FCFE + ú(1 - t) + splátka\ dluhů + DIV - úvěr, \quad (2.40)$$

$$FCFF = EBIT(1 - t) + odpisy - investice - změna\ ČPK, \quad (2.41)$$

kde t je sazba daně z příjmu právnických osob, DIV jsou dividendy vyplácené z prioritních akcií, $ČPK$ čistý pracovní kapitál. Získané peněžní toky se opět převedou na současnou hodnotu. Nejjednodušší variantou je jednostupňový model s konstantním růstem. Rozdíl oproti modelu FCFE je v nákladech kapitálu, kdy se v tomto případě používají průměrné vážené náklady kapitálu:

$$VH = \frac{FCFF_1}{WACC - g}, \quad (2.42)$$

kde $FCFF_1$ je volný peněžní tok pro akcionáře i věřitele v následujícím období, $WACC$ jsou průměrné vážené náklady kapitálu. Dvoufázový model FCFF se vypočte podle vzorce:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFF_t}{(1+WACC_1)^t} + \frac{FCFF_{T+1}}{(WACC_2 - g)} \cdot (1 + WACC_1)^{-T}, \quad (2.43)$$

kde $WACC_1$ představují průměrnou výši nákladů kapitálu v první fázi, $WACC_2$ představují průměrnou výši nákladů kapitálu ve druhé fázi, druhý zlomek vyjadřuje tzv. pokračující hodnotu (PH), to je hodnota podniku v druhé fázi a g představuje růst podniku ve druhé fázi.

2.3.6 Ziskové modely

Ziskové modely jsou počítány na bázi čistého zisku firmy, kterou akcie zastupuje. Jelikož má zisk širší vypovídací schopnost než dividenda, je stanovení vnitřní hodnoty akcie přesnější. Ziskové modely mohou být na bázi P/E, P/BV nebo na bázi P/S¹.

¹ www.patria.cz/akademie/analyzy-investice-fundamentalni-analyza.html

P/E vyjadřuje násobek, na který si investor cení dané akcie oproti zisku, který z ní plyne. Může zde ale dojít k odchýlení od správné hodnoty účetními metodami nebo nesprávným poměřováním akcií z různých odvětví. Za výhodu P/E můžeme považovat snadnost výpočtu a snadnou získatelnou údajů. Běžné P/E vychází z aktuálního kurzu akcie a běžného zisku, rozděleného na dividendu a zadržený zisk. Vnitřní cenu akcie lze vypočíst jako:

$$V = (P/E)_N \cdot E_1, \quad (2.44)$$

kde závorka představuje takzvané normální P/E ratio. Pro toto normální P/E ratio platí:

$$(P/E)_N = P_0/E_1 = \frac{p}{k-g}, \quad (2.45)$$

kde p je dividendový výplatní poměr, g je míra růstu zisku a P_0 cena správně oceněné akcie, E_1 je očekávaný zisk v příštím roce.

Vnitřní hodnota akcie se vypočte následovně:

$$V_0 = (P/E)_N \cdot E_1. \quad (2.46)$$

2.3.7 Historické modely

Historické modely jsou založeny na bázi porovnání průměrné historické tržní ceny akcie s další průměrnou historickou veličinou. Investoři se především zaměřují na průměrné tržby, průměrnou výši dividend, průměrnou účetní hodnotu a průměrné cash flow. Základní historické modely tvoří: *P/S model*, *P/D model*, *P/BP model* a *model P/CF*. V praktické části jsou použity modely P/S a P/BV (Veselá, 2003).

Model P/S poměřuje historickou tržní cenu akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii. Model můžeme zapsat následovně:

$$P/S = P_A/S_A, \quad (2.47)$$

kde P_A je průměrná historická tržní cena akcie, S_A je průměrná historická výše tržeb.

Průměrnou historickou tržní cenu akcie s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii poměřuje *model P/BV*. Model lze zapsat následovně:

$$P/BV = P_A/BV_A, \quad (2.48)$$

kde P_A je průměrná historická tržní cena akcie, BV_A je průměrná historická výše účetní hodnoty na jednu akcii (Polách, 2012).

Model P/D poměřuje průměrnou historickou tržní cenu akcie s průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii. Model můžeme zapsat v následující podobě:

$$P/D = P_A/D_A, \quad (2.49)$$

kde P_A představuje průměrnou historickou tržní cenu akcie, a D_A průměrnou historickou výší dividend na jednu akcii. Vnitřní cenu získáme pronásobením ukazatele P/D očekávanou výší dividend na jednu akcii pro příští rok D_1 :

$$VH = P/D \cdot D_1. \quad (2.50)$$

Model P/CF je podíl historické tržní ceny akcie a průměrné historické výše cash flow na jednu akcii. Model můžeme vyjádřit následující rovnicí:

$$P/CF = P_A/CF_A, \quad (2.51)$$

kde P_A vyjadřuje historickou tržní cenu akcie a CF_A průměrnou historickou výší cash flow připadající na jednu akcii. Vnitřní cenu akcie dostaneme vynásobením ukazatele P/CF očekávanou výší cash flow na akcii pro příští rok CF_1 :

$$VH = P/CF \cdot CF_1. \quad (2.52)$$

2.3.8 Bilanční modely

Bilanční modely při stanovování vnitřní hodnoty akcie vycházejí z účetních výkazů společnosti. K nevýhodám patří nerespektování časové hodnoty peněz. K bilančním modelům patří *účetní hodnota*, *substanční hodnota*, *likvidační hodnota* a *reprodukční hodnota*, tyto modely se od sebe liší vypovídací schopností, postupem a četností využívání (Veselá, 2011).

Účetní metoda není náročná na vstupní data, nejprve se vypočte rozdíl mezi aktivy a cizím kapitálem společnosti a tento rozdíl se následně vydělí celkovým počtem emitovaných akcií. Výsledná účetní hodnota představuje vnitřní hodnotu akcie. Jako nedostatek této metody lze považovat fakt, že aktiva i pasiva jsou v historických cenách, které neodpovídají

aktuálnímu datu ohodnocení a také nemají vypovídací schopnost o budoucích výnosových perspektivách.

Substanční metoda spočívá v přecenění položek v účetní hodnotě aktuálními tržními cenami a přehodnocuje je v souvislosti s budoucím využitím, jedná se zejména o aktiva, která budou tvořit výnosy v budoucnosti. Položkám v aktivech se přiřadí váhy a následně se vypočte součin, který je sumarizován. Do substanční hodnoty se zahrnuje také hodnota nehmotného majetku vykazovaného v bilanci – goodwill, hodnota managementu, kvalifikace, patenty, podnikové kultury, kvalifikace zaměstnanců, licence apod. Při výpočtu se těmto položkám přiřazují koeficienty významnosti a následně se sčítají. Následně se provede součin dvou výše zmíněných hodnot a ten se vydělí počtem emitovaných akcií, výsledkem je stanovena vnitřní hodnota akcie.

Likvidační hodnotou se vyjadřuje množství peněžních prostředků, které by společnost získala, kdyby ukončila svou činnost a rozprodala svůj majetek, zaplatila dluhy včetně likvidačních nákladů. Likvidační hodnota je často chápána jako dolní hranice pohybu tržního kurzu akcie.

Reprodukční hodnotu získáme rozdílem reprodukční hodnoty aktiv a reprodukční hodnoty cizích zdrojů dané společnosti. Stěžejní roli v tomto případě mohou hrát reprodukční náklady, které se musí vynaložit v případě znovupořízení aktiv vyjádřených v současných cenách.

3 Globální a odvětvová analýza

V první části této kapitoly se budeme věnovat globální analýze. Za makroekonomické veličiny, které mají výrazný vliv na akciové kurzy, můžeme považovat reálný výstup ekonomiky, úrokovou sazbu, inflaci, peněžní zásobu, devizový kurz, politické a ekonomické šoky a další. Druhá část kapitoly bude věnována odvětvové analýze, jejíž součástí je vývoj energetiky v České republice, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktura odvětví a regulatorní orgány.

3.1 Globální analýza

Pro potřeby globální analýzy jsou hodnoty akciového kurzu² vypočítány z uzavíracích denních kurzů aritmetickým průměrem na data čtvrtletní. Procentní změna vývoje kurzů je zjištěna porovnáním čtvrtletí s čtvrtletím minulého roku.

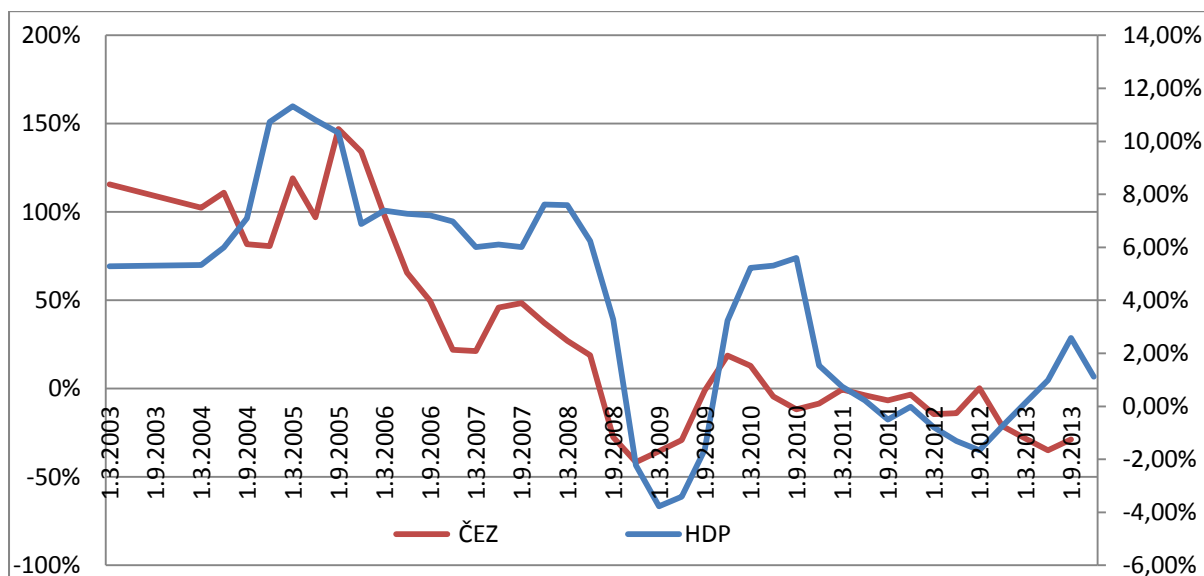
3.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Vývoj akciového kurzu a reálného vývoje ekonomiky³ porovnává Graf 3.1. Tento graf koresponduje s teoretickou částí, ve které je zmíněno, že v krátkodobém a střednědobém horizontu kurz akcie předbíhá vývoj reálného produktu ekonomiky. Vývoj cenného papíru i HDP je dost volatelní. K největšímu propadu kurzu CP došlo v posledním čtvrtletí roku 2008, vývoj HDP kopíroval tento pokles v prvním a druhém čtvrtletí roku 2009. Pokles HDP do recese byl způsoben celosvětovou ekonomickou krizí, která se plně projevila až v roce 2009. V průběhu roku 2009 dochází k výraznému růstu kurzu CP, od první poloviny roku 2009 také dochází k růstu HDP. Do konce sledovaného období jsou obě veličiny již méně volatelní než v první polovině sledovaného období. Svého maximálního růstu dosáhl reálný výstup ekonomiky ve druhém čtvrtletí roku 2005 a svého maximálního propadu ve druhém čtvrtletí roku 2009. Největšího ročního růstu dosáhla hodnota CP v prvním čtvrtletí roku 2004 a svého největšího ročního poklesu ve čtvrtém čtvrtletí v roce 2008.

² www.akcie.cz/kurzy-cz/historie/11392-/LTC=1043971200

³ www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hdp_crh

Graf 3.1 Vývoj kurzu akcie ČEZ a HDP v letech 2003-2013 v %



Zdroj: www.czso.cz a www.kurzy.cz, vlastní zpracování

V roce 2014 se očekává meziroční růst reálného HDP o 2,3 %, podle Tabulky 3.1. V dalším roce by měl reálný produkt opět vzrůst o 2,3 %. Podle ČNB by měl v roce 2016 dosahovat růst HDP 3 %.

Tabulka 3.1 Predikce HDP na období 2014-2016

	Predikce		
Rok	2014	2015	2016
HDP	2,30%	2,30%	3%

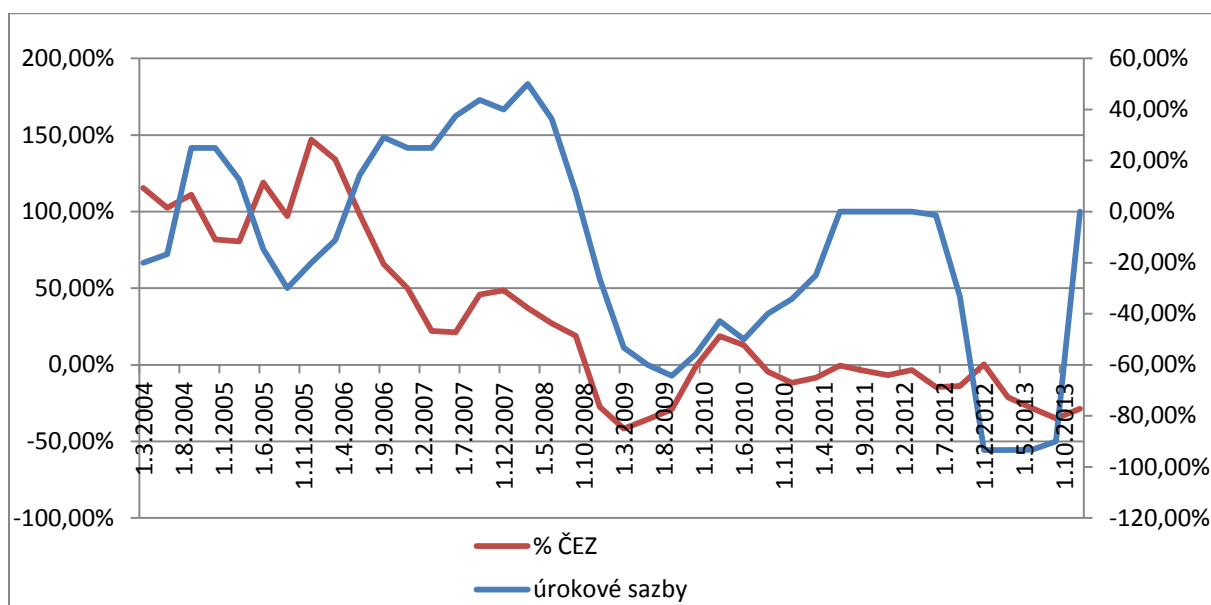
Zdroj: www.cnb.cz, vlastní úprava

3.1.2 Úroková míra

Úrokové sazby jsou určeny centrální bankou, která stanovuje v rámci své měnové politiky tři základní úrokové sazby: lombardní, diskontní a repo sazbu. Nejdůležitější z nich je 2T repo sazba, která má výsadní úlohu mezi měnově politickými nástroji.

Graf 3.2 znázorňuje inverzní vztah 2T Repo sazby vyjádřené jako změny sazby za jednotlivá čtvrtletí a akciového kurzu ČEZ. Z tohoto grafu vyplývá, že nejvyšší růst 2T Repo sazby probíhal do prvního čtvrtletí roku 2008. Následně byla 2T Repo sazba snižována centrální bankou, protože s nástupem recese, která je zapříčiněna celosvětovou krizí začaly úrokové sazby klesat, aby podpořily růst své ekonomiky. V roce 2012 a počátkem roku 2013 se úroková sazba ustálila na hodnotě 0,05 %. Od třetího čtvrtletí roku 2012 se 2T Repo sazby ČNB drží na historickém i technickém minimu 0,05 %. V budoucnu lze z tohoto důvodu očekávat možné intervence na devizovém trhu.

Graf 3.2 Vývoj akciového kurzu ČEZ a 2T repo sazby v letech 2004-2013



Zdroj: www.cnb.cz a www.kurzy.cz, vlastní zpracování

Podle odhadů ČNB bude v roce 2014 dosahovat 2T Repo sazba 0,05 %, v roce 2015 se zvýší na 0,2 % a v dalším roce dosáhne 1,3 %.

Tabulka 3.2 Predikce 2T repo sazby na období 2014-2016

	Predikce		
Rok	2014	2015	2016
2T repo sazba	0,05%	0,20%	1,30%

Zdroj: www.cnb.cz, vlastní úprava

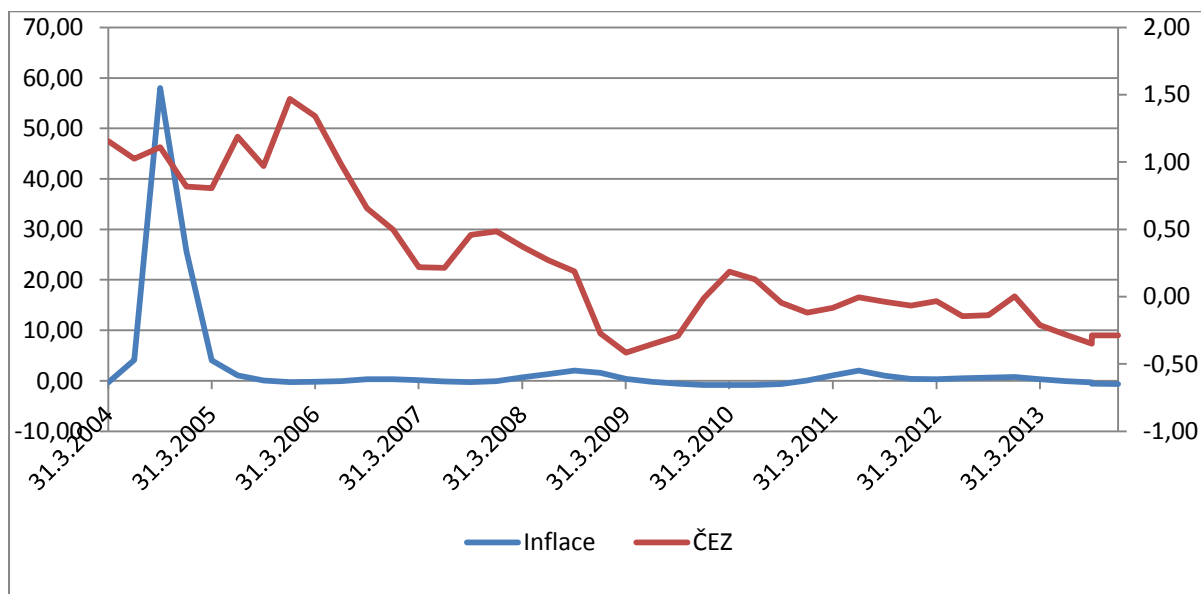
3.1.3 Inflace

Od roku 2009 se potýkalo rodící se oživení světové ekonomiky s řadou překážek. Hrozby jako evropská dluhová krize a americký fiskální útes jsou už snad zažehnané, což znamená výhled celosvětově silnějšího a trvalejšího oživení. V kontextu masivního kvantitativního uvolňování předních centrálních bank to ale může vést k obavám, že poroste inflace. To by mohlo mít významný dopad na ceny aktiv.

Graf 3.3 zobrazuje vztah mezi inflací a akciovým kurzem společnosti ČEZ. Tento vztah lze označit za mírně negativní, jak je uvedeno v teoretické části. Nejvýraznější nárůst inflace byl zaznamenán ve třetím čtvrtletí 2004, kdy se hodnota inflace v hodnotovém vyjádření zvýšila na 2,67 % oproti hodnotě 0,1 % v loňském roce. Naopak nejvýraznější pokles byl zaznamenán ve třetím čtvrtletí roku 2010, kdy se hodnota snížila z 2,6 % ve třetím čtvrtletí 2009 na 0,93 % oproti třetímu čtvrtletí 2010. Do roku 2007 se míra inflace pohybovala pod úrovní 3 %, tedy splňovala Maastrichtská kritéria, zvýšené inflační tlaky

nastaly v roce 2008, kdy došlo k růstu cen komodit. V následujících dvou letech dochází k poklesu míry inflace.

Graf 3.3 Vývoj akciového kurzu ČEZ a míry inflace v letech 2004-2013



Zdroj: www.czso.cz a www.kurzy.cz, vlastní zpracování

Míra inflace se v roce 2014 odhaduje ve výši 1,3 %, v roce 2015 na 2 % a v roce 2016 na 1,8 %, viz Tabulka 3.3.

Tabulka 3.3 Predikce inflace na období 2014-2016

Rok	Predikce		
	2014	2015	2016
Inflace	1,30%	2,00%	1,80%

Zdroj: www.cnb.cz, vlastní úprava

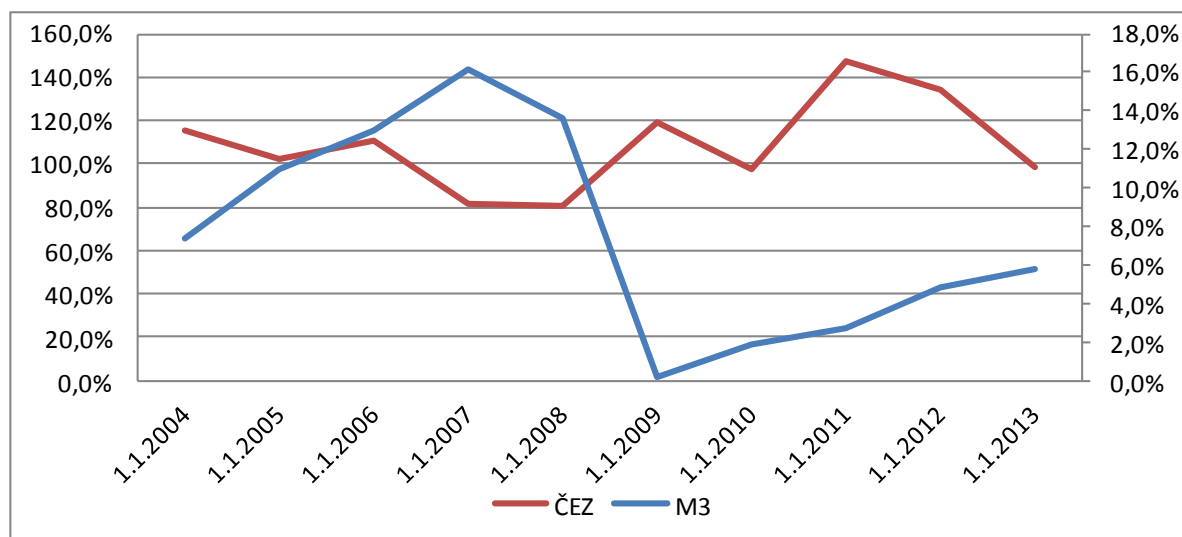
3.1.4 Peněžní zásoba

ČNB reguluje v České republice nabídku peněz. Nabídka peněz je tvořena různými peněžními agregáty, které jsou rozdělené podle stupně likvidity na M1, M2 a M3. Vývoj peněžní nabídky je znázorněn pomocí vývoje peněžního agregátu M3. Peněžní agregát M3, který zachycuje Graf 3.4, se skládá z oběživa, jednodenních vkladů, vkladů s dohodnutou splatností do dvou let, vkladů s výpovědní lhůtou do tří měsíců, podílových listů fondů peněžního trhu, státními pokladničními poukázky v portfoliu nebankovních subjektů, emitovaných dluhových cenných papírů se splatností do dvou let a repo operací.

Vývoj peněžní nabídky předbíhá vývoj akciových kurzů, vývoj peněžní nabídky má kladný vztah na vývoj akciových kurzů. Ve vyspělých ekonomikách je zvykem, že se hodnoty peněžních agregátů zvyšují. Pokud dojde k růstu peněžní nabídky, budou se zvyšovat

dodatečné peněžní prostředky investorů. S růstem peněžní nabídky by mělo docházet ke zvyšování kurzu akcií, neboť se snižuje úroková míra a roste investiční aktivita a zisky firem. Z Grafu 3.4 je vidět, že peněžní zásoba agregátu M3 se stabilně zvyšovala do nástupu krize v roce 2008 a v důsledku působení finanční krize klesal její růst. Od roku 2009 se peněžní zásoba průběžně zvyšuje.

Graf 3.4 Vývoj agregátu M3 a akcie ČEZ v letech 2004-2013

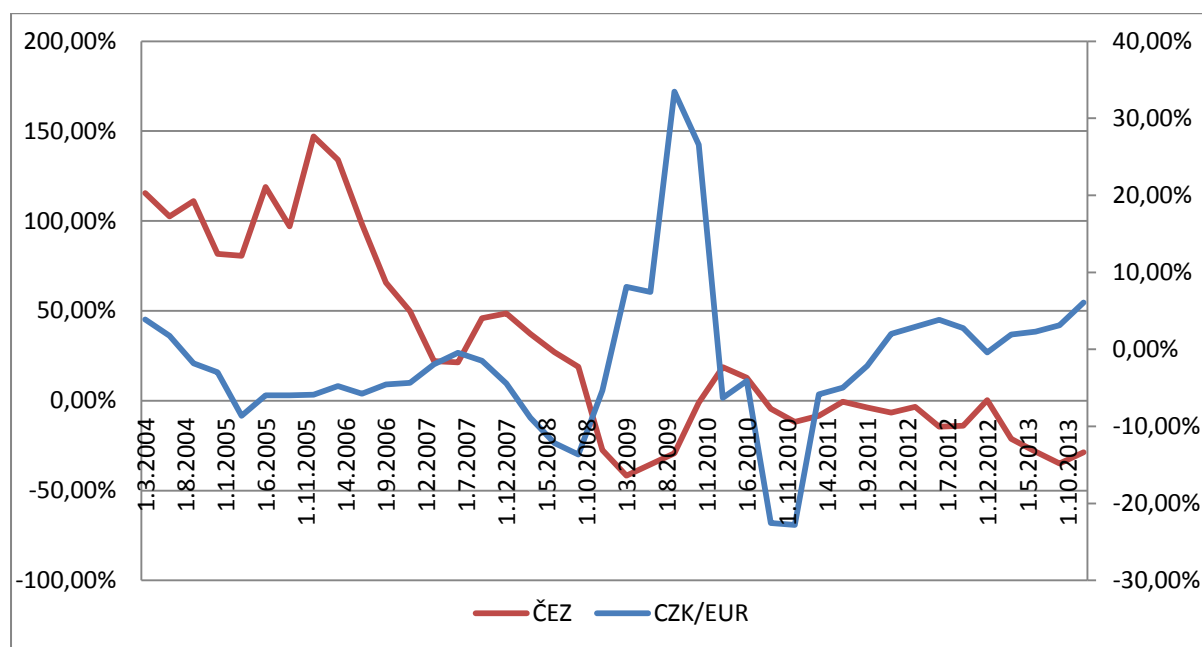


Zdroj: www.cnb.cz a www.kurzy.cz, vlastní zpracování

3.1.5 Devizový kurz

Vztah mezi devizovým kurzem CZK/EUR a akcií ČEZ můžeme sledovat v Grafu 3.5. Devizový kurz má velice významný dopad na celkové finanční výsledky podnikatelských subjektů, zaměříme se zde na vývoj české koruny k euru. Do poloviny roku 2008 probíhá dlouhodobý trend posilování koruny vůči euru. Nejvyššího kurzu dosáhla ve třetím čtvrtletí 2009, kdy se hodnota pohybovala na 32,17 CZK/EUR, od této doby byla česká koruna volatelní v rozmezí od 24,37 CZK/EUR do 26,70 CZK/EUR. V současné době používá ČNB devizový kurz jako nástroj, který používá k udržení svého inflačního cíle místo úrokových sazeb, které jsou na svých historických minimech. V rámci udržování inflačního cíle se centrální banka zavázala udržovat kurz koruny vůči euru kolem hranice 27 CZK/EUR.

Graf 3.5 Vývoj kurzu EUR/CZK a akcie ČEZ v letech 2004-2013



Zdroj: www.cnb.cz a www.kurzy.cz, vlastní zpracování

3.2 Odvětvová analýza

Odvětvová analýza se zabývá vývojem a stabilitou zisků a tržeb společnosti ČEZ, které jsou nezbytné pro správné stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti. Součástí odvětvové analýzy je mimo jiné také posouzení životního cyklu odvětví, citlivosti odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktury odvětví a v neposlední řadě role regulačních orgánů.

Evropská energetika se ocitá v hluboké krizi. Celkové ceny elektřiny pro zákazníky a firmy v Evropě postupně rostou zejména z důvodu masivní garantované podpory obnovitelných zdrojů. Naproti tomu velkoobchodní ceny elektřiny již řadu let výrazně klesají, protože elektřina vyrobená z obnovitelných zdrojů na trhu nesoutěží a nahrazuje tak tu z klasických elektráren. Společně s celkovou nejistotou regulace energetiky v Evropě to vede k zásadnímu omezení nových investic do jakýchkoliv zdrojů. V důsledku postupného zhoršování podmínek podnikání v energetice mají všechny velké energetické firmy v Evropě problém s návratností části aktiv. Musí proto tvořit značné opravné položky k dlouhodobým aktivům, což dále prohlubuje pokles jejich zisků. Přední evropské energetiky od roku 2010 do září 2013 vytvořily opravné položky či odepsaly 3 až 16 % svých stálých aktiv, což reprezentuje desítky až stovky miliard Kč.

V případě Skupiny ČEZ se jednalo pouze o 2,7 %, a to včetně posledního čtvrtletí 2013. Krizi evropské energetiky čelí Skupina ČEZ lépe než konkurence také v oblasti finanční stability. Jako jedna z mála evropských energetik dokázala udržet přiměřenou míru zadlužení,

o čemž svědčí zachování ratingového hodnocení od agentury Standard & Poor's na stávající historicky nejvyšší úrovni A-. Daří se jí to nejen prostřednictvím konkurenceschopnému výrobnímu portfoliu, ale také díky tomu, že včas identifikovala hrozby a dokázala přijmout aktivní opatření. Na turbulentní vývoj na energetických trzích se snaží reagovat optimalizací svého portfolia, důrazem na vnitřní efektivitu a rozvojem nových růstových příležitostí.

V roce 2013 skupina ČEZ podnikla několik zásadních kroků, které významně přispějí k budoucí stabilitě ČEZ i ke stabilitě trhu s uhlím a elektřinou v České republice. Tím prvním je dlouhodobá smlouva na dodávku uhlí pro Elektrárnu Počerady. Druhým byl úspěšný prodej Elektrárny Chvaletice, kterým se jí navíc podařilo ukončit dlouholeté šetření Evropské komise formou dohody o narovnání. V uplynulém roce společnost dokázala navýšit výkon jaderných elektráren a současně potvrdit vysokou úroveň řízení bezpečnosti v rámci prověrky OSART CORPORATE, kterou realizovala Mezinárodní agentura pro atomovou energii.

3.2.1 Energetika a geografie ČR

Výrobu elektřiny v ČR⁴ zajišťuje v současné době především akciová společnost ČEZ (asi 70 %) a dalších více než 100 nezávislých výrobců. Kromě tepelných elektráren na fosilní paliva pracují na území ČR jaderné elektrárny Temelín a Dukovany, vodní elektrárny, větrné elektrárny, solární elektrárny i elektrárny spalující biomasu. Celková roční výroba v ČR přesahuje 80 TWh elektrické energie, z toho Skupina ČEZ vyrobí více než 60 TWh. Např. v roce 2012 Skupina ČEZ v ČR vyrobila 68,8 TWh elektřiny a celková produkce v ČR činila 87,6 TWh.

Česká republika není bohatá na primární energetické zdroje. V uplynulých desetiletích došlo k vyčerpání podstatného podílu uhlí z důvodu uplatňování extenzivního energetického hospodářství. Další těžba hnědého uhlí v perspektivě desítek let narazí na ekologické limity. Přesto je ČR v zásobách uhlí dosud soběstačná. Statistika na přelomu tisíciletí hovoří o zásobě téměř 3700 milionů tun hnědého a více než 2300 milionů tun černého uhlí. Hlavní oblasti těžby uhlí se nachází na Ostravsku (Ostravsko-karvinská pánev) a v Podkrušnohoří. V hlubinných dolech Ostravska se těží koksovatelné černé uhlí, v převážně povrchových dolech Podkrušnohoří se těží uhlí hnědé.

Mezi nejvýznamnější uhelné revíry patří Ostravsko-karvinský revír, Severočeský hnědouhelný a Sokolovský hnědouhelný revír. Po roce 1989 nastal v důsledku poklesu

⁴ www.vodni-tepelne-elektrarny.cz

poptávky útlum těžby uhlí. Podíl na tom má i ekologizace elektráren, v nichž byly trvale odstaveny některé zastaralé neodsířené bloky. Nově zvýšenou poptávku pokrývá výhodný dovoz uhlí z Polska. Současná úroveň těžby se v ČR pohybuje okolo 60 milionů tun uhlí ročně.

Hlavním palivem českých tepelných elektráren je hnědé uhlí, jeho těžbu zabezpečují tři těžební společnosti ve dvou hnědouhelných revírech. Uhelné elektrárny představují asi 53 % instalovaného výkonu české elektroenergetiky. Většina z nich je situována do bezprostřední blízkosti hnědouhelných dolů v severních a v severozápadních Čechách. Největší výrobce elektrické energie v ČR, Skupina ČEZ, v současné době provozuje 19 uhelných elektráren o celkovém instalovaném výkonu více než 6 758 MW⁵.

3.2.2 Výstavba nových výrobních kapacit

Vystavění nových kapacit⁶ využívající fosilní paliva by nejen přispěly k vyrovnané obchodní bilanci v ČR, ale odběrem uhlí také k sociálnímu konsenzu v severozápadních Čechách. ČEZ, a. s., je první společností v zemích Evropské unie, která přistupuje ke komplexní obnově zdrojů podle nových směrnic Evropské unie.

Většina současných uhelných elektráren energetické společnosti ČEZ pochází z konce 60. a z počátku 70. let minulého století. Na konci devadesátých let byly elektrárny odsířeny a modernizovány a došlo k prodloužení jejich životnosti. Energetické zdroje je však potřeba plánovat dostatečně dopředu. ČEZ se rozhodl komplexně obnovit bloky hnědouhelných elektráren (elektrárny v Tušimicích, Pruněřově), postavit nové bloky, každý o instalovaném výkonu 660 MW (elektrárny Ledvice a Počeradý), a ukončit provoz celkem 14 neefektivních hnědouhelných bloků. Další pokles instalovaného výkonu v uhelných elektrárnách zhruba na polovinu současné kapacity přijde po roce 2030. Dožívají nejen zařízení, ale hlavně se významně tenčí zásoby uhlí.

3.2.3 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Podle druhu, jakým odvětví reagují na hospodářský cyklus, lze odvětví rozdělit na cyklická, neutrální a proticyklická. U cyklických odvětví se vyvíjí zisky, tržby a akciové kurzy shodně s vývojem HDP, kdy nejvyšších hodnot je dosaženo v období konjunktury a nejnižších v období recese. Neutrální odvětví produkují statky a služby nezbytné a neodkladné potřeby, to znamená, že poptávka se se střídáním hospodářského cyklu výrazně

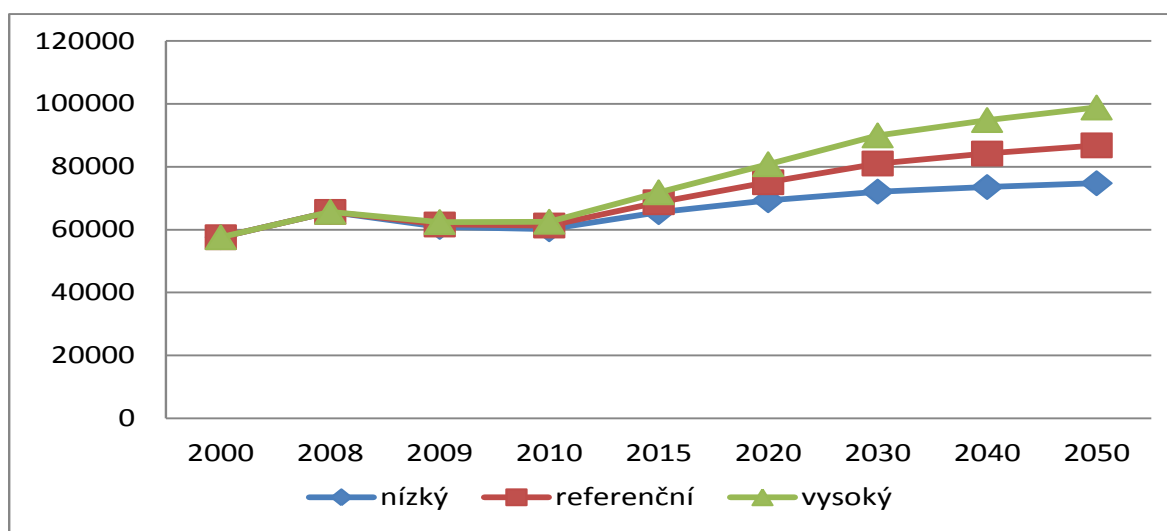
⁵ www.vodni-tepelne-elektrarny.cz

⁶ www.vodni-tepelne-elektrarny.cz

nemění. V případě anticyklických odvětví dochází k největšímu poklesu tržeb, zisků a akciových kurzů v období nejvyšší konjunktury hospodářského cyklu.

Graf 3.6 znázorňuje odhad spotřeby elektrické energie do roku 2050 ve třech scénářích, nízkém, referenčním a vysokém. Všechny uvedené scénáře počítají se zvyšující se spotřebou elektrické energie. Z toho lze do budoucna očekávat poptávku, kopírující tento trend. V delším časovém období lze očekávat rostoucí poptávku po elektrické energii i přes momentální pokles spotřeby zaviněný celosvětovou hospodářskou krizí. Energetický průmysl lze zařadit do odvětví cyklického, tedy kopíruje vývoj reálného hospodářského cyklu.

Graf 3.6 Predikce brutto spotřeby elektrické energie do roku 2050



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

3.2.4 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví se dělí do tří etap podle rozdílného vývoje zisků a tržeb. Společnost ČEZ má za dobu své působnosti zavedené jméno na trhu, dochází k postupnému snižování čistého zisku a k zastarávání některých elektráren, do kterých se musí vynaložit potřebné investice na jejich obnovu. Podle Tabulky 3.4 a její predikce na rok 2014 a 2015 bude docházet k pozvolnému snižování tržeb. Na základě těchto faktorů, můžeme říci, že se společnost ČEZ nachází ve fázi stabilizace.

Tabulka 3.4 Vývoj tržeb a čistého zisku za obchobí 2009-2015

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tržby (mld. Kč)	196 352	198 848	209 761	215 095	217 273	202 900	198 600
Čistý zisk (mld. Kč)	51 855	47 158	40 753	40 153	35 234	28 900	24 400
Meziroční změna tržeb	-	1,27%	5,49%	2,54%	1,01%	-6,62%	-2,12%
Meziroční změna čistého zisku	-	-9,06%	-13,58%	-1,47%	-12,25%	-17,98%	-15,57%

Zdroj: www.cez.cz, vlastní výpočty

3.2.5 Tržní struktura odvětví

V zahraničí se Skupina ČEZ orientuje zejména na trhy ve střední a jihovýchodní Evropě. Působí zde především v oblastech distribuce, výroby, obchodu a prodeje elektřiny.

Obrázek 3.1 Teritoriální vymezení skupiny ČEZ v energetice



Zdroj: výroční zpráva ČEZ, a. s. 2013

V Nizozemsku a Irsku jsou součástí Skupiny ČEZ společnosti, které zprostředkovávají vlastnictví a zajišťují její financování. Skupina ČEZ vlastní nebo spoluvlastní výrobní či distribuční aktiva v Polsku, Rumunsku, Bulharsku, Maďarsku, na Slovensku a v Turecku. V Polsku provozuje Skupina ČEZ dvě černouhelné a dvě vodní elektrárny poblíž státní hranice s Českou republikou a vlastní developerskou společnost připravující výstavbu větrných elektráren. V Rumunsku působí Skupina ČEZ v oblasti výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů a zabývá se dále distribucí a prodejem elektřiny. V Bulharsku zajišťuje distribuci a prodej elektřiny v západní části země a vyrábí elektřinu zejména v uhelné elektrárně. V Turecku provozuje Skupina ČEZ spolu se svým místním partnerem distribuční a prodejní společnost, vyrábí elektřinu v plynových, vodních a větrných elektrárnách. V řadě zemí Evropy Skupina ČEZ obchoduje s elektřinou a dalšími komoditami na velkoobchodních trzích. Koncovým zákazníkům prodává Skupina ČEZ elektřinu či zemní plyn, kromě České republiky zejména v Rumunsku, Bulharsku, Turecku, Maďarsku, Polsku a na Slovensku.

3.2.5.1 Konkurence

K největším konkurentům Skupiny ČEZ v oblasti distribuce elektřiny a zemního plynu se řadí RWE, E.ON, PRE a Bohemia Energy.

RWE

Společnost RWE se v České republice zaměřuje především na čtyři oblasti, kterými jsou dodávky zemního plynu a elektřiny, distribuce plynu, skladování plynu v podzemních zásobnících a výroba tepla a elektřiny. Společnost zaměstnává v České republice více než 4 300 zaměstnanců. RWE dodává zemní plyn a elektřinu 1,7 milionům zákazníků a je největším dodavatelem zemního plynu v České republice. Je také největším tuzemským provozovatelem podzemních zásobníků plynu.

E.ON

Společnost E.ON působí na trhu České republiky od roku 1998. Společnost zajišťuje elektrickou energii pro 1,2 milionů zákazníků a v oblasti zemního plynu zásobuje více než 110 000 zákazníků, především v jižních Čechách a na jižní Moravě.

PRE

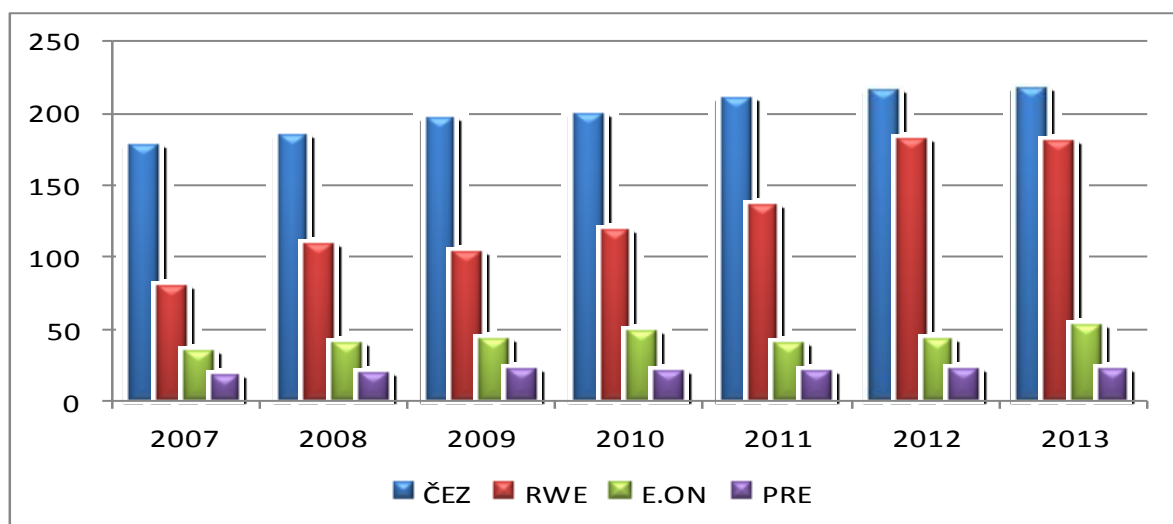
Skupina PRE je stabilní a prosperující energetická skupina s dlouholetou tradicí, která vznikla 1. září 1897 jako Elektrické podniky Královského města Pražského. V současnosti sídlí Skupina PRE v Praze a se svými cca 690 000 odběrnými místy se řadí mezi tři největší dodavatele elektřiny v České republice. Zaměstnává přes 1370 zaměstnanců. Základní aktivity subjektů Skupiny PRE se soustřeďují na prodej elektřiny, obchodování s elektřinou, její distribuci, výrobu a doplňkové energetické služby. Skupina se profiluje jako spolehlivý poskytovatel široké palety služeb, což umožní její naplnění strategie být v rámci ČR silnou a významnou energetickou společností.

Bohemia Energy

Společnost Bohemia Energy se řadí k největším alternativním dodavatelům elektřiny a plynu v České republice. Byla založena v říjnu roku 2005, kdy došlo k liberalizaci trhu s elektrickou energií. Od roku 2005 dodává Bohemia Energy elektřinu malým a středním podnikům a od roku 2006, kdy byl trh plně liberalizován i domácnostem. Bohemia Energy působí v České republice a prostřednictvím své sesterské firmy Slovakia Energy také na Slovensku, kde je stejně jako v České republice největším alternativním dodavatelem elektřiny a plynu.

Graf 3.7 porovnává vývoj tržeb společností ČEZ, E.ON, PRE a RWE a je z něho zřejmé, že tržby společnosti ČEZ stabilně rostou za sledované období a jsou jednoznačně nejvyšší. Markantní růst tržeb za sledované období zaznamenala společnost RWE. Tržby společnosti E.ON se mírně zvyšovaly a tržby společnosti PRE se zvyšovaly jen nepatrně.

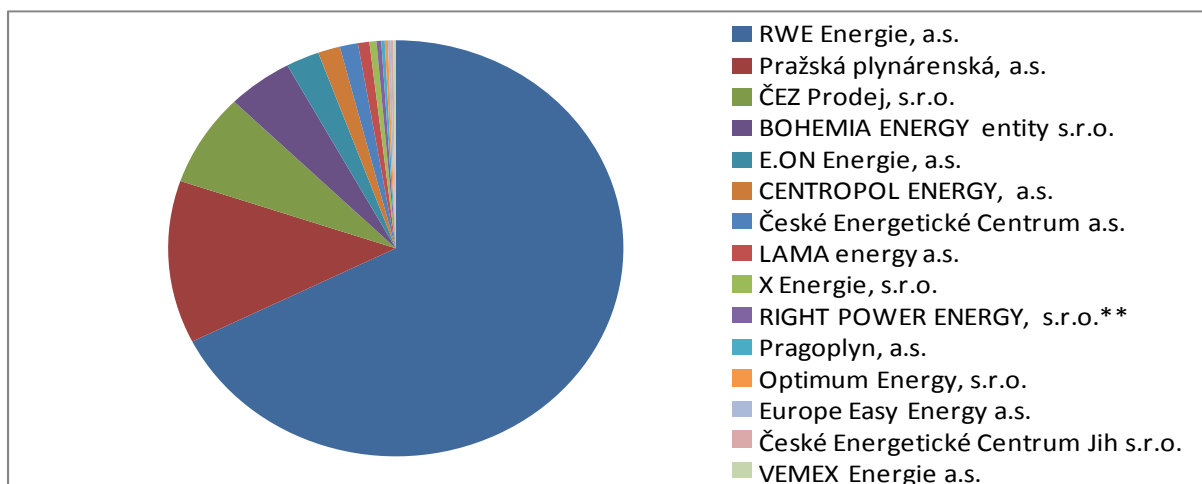
Graf 3.7 Vývoj tržeb za období 2008-2013



Zdroj: Výroční zprávy společností za období 2007-2013, vlastní zpracování

Rozdělení trhu při dodávání zemního plynu zobrazuje Graf 3.8. K největším dodavatelům zemního plynu v roce 2013 patří společnosti RWE Energie, a. s., Pražská plynárenská, a. s., ČEZ Prodej, s. r. o., Bohemia Energy entity, s. r. o., E.ON Energie, a. s., a Centropol Energy, a. s.

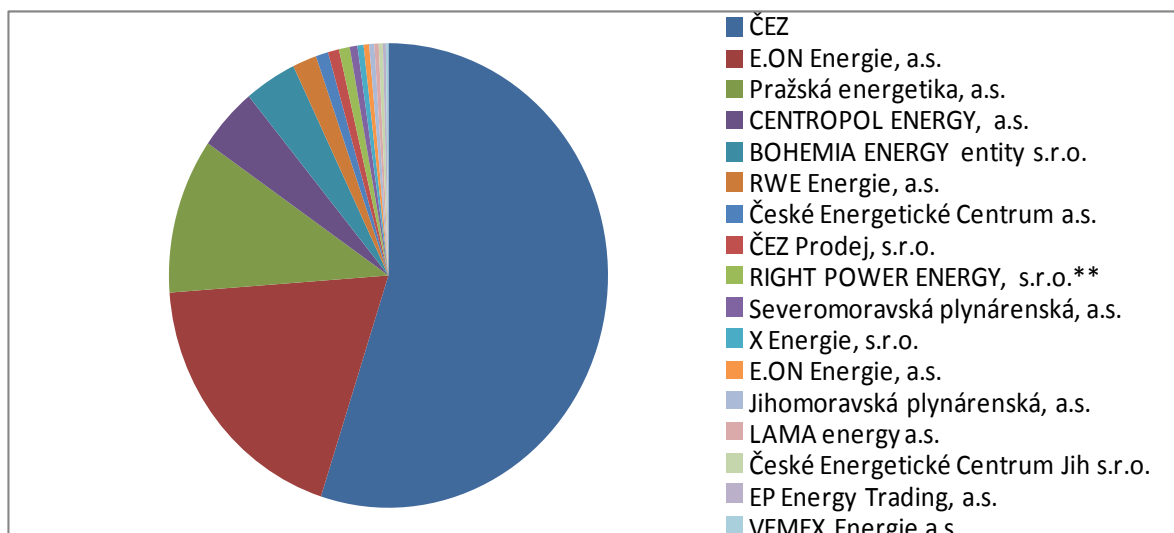
Graf 3.8 Rozdělení trhu při dodávání zemního plynu v roce 2013



Zdroj: www.energostat.cz, vlastní zpracování

Rozdělení trhu při dodávkách elektrické energie v České republice v roce 2013 zobrazuje Graf 3.9. K největším dodavatelům elektrické energie patří ČEZ, E.ON Energie, a. s., Pražská Energetika, a. s., Centropol Energy, a. s., Bohemia Energy entity, s. r. o. a RWE Energie a.s.

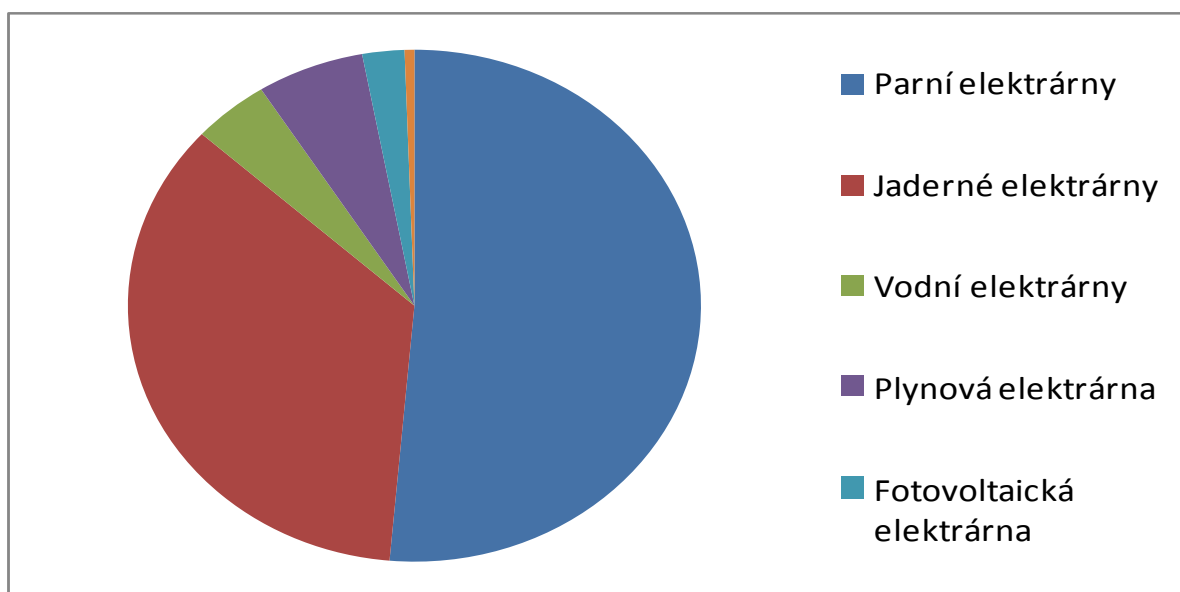
Graf 3.9 Rozdělení trhu při dodávkách elektřiny v roce 2013



Zdroj: www.energostat.cz, vlastní zpracování

Graf 3.10 představuje podíl zastoupení jednotlivých typů elektráren, které se podílejí na produkci elektrické energie v České republice v roce 2013. Z grafu je patrné, že nejvíce využívanými elektrárnami jsou parní elektrárny, které tvoří více než polovinu elektrické energie, druhý největší podíl na výrobě mají jaderné elektrárny. Z menší části se na výrobě elektřiny podílejí plynové elektrárny, vodní elektrárny a fotovoltaické elektrárny.

Graf 3.10 Zastoupení jednotlivých typů elektráren v roce 2013



Zdroj: www.energostat.cz, vlastní zpracování

Z výše uvedených skutečností lze říci, že v oblasti energetiky v České republice se vyskytuje a převládá oligopolní tržní struktura.

3.2.6 Regulatorní orgány

Skupina ČEZ je v kontextu evropské dluhové krize více vystavena rizikům nových daní či rozhodnutí antimonopolních a regulatorních orgánů Evropské unie a také politickým rizikům ve všech zemích, kde působí.

Regulaci lze provádět prostřednictvím omezování vstupu do odvětví, udělováním a odebráním licencí, stanovováním cenových stropů, udělováním pokut a také stanovováním základních pravidel hospodářské soutěže. Regulace v odvětví energetiky v České republice je obsáhle regulováno ze strany zákonodárců, a podílí se na ni mnoho státních orgánů. Hlavními působiteli v oblasti regulace energetiky jsou především Ministerstvo průmyslu a obchodu, Energetický regulační úřad a také Státní energetická inspekce.

Ústředním orgánem státní správy v oblasti energetiky je ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, které vydává souhlas s výstavbou nových energetických zdrojů, zpracovává státní energetickou koncepci a zabezpečuje plnění závazků, které vyplývají z mezinárodních smluv⁷.

Cílem Státní energetická inspekce je kontrola na podnět Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, Energetického regulačního úřadu a také z vlastního podnětu dodržování následujících nejdůležitějších prováděcích vyhlášek⁸:

- cenová rozhodnutí,
- energetický zákon,
- vyhlášky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR,
- prováděcí vyhlášky ERÚ k zákonu č. 458/2000 Sb.,
- vyhlášky Ministerstva pro místní rozvoj ČR,
- zákon o hospodaření energií,
- vyhlášky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR,
- nařízení vlády ČR,

⁷www.mpo.cz/cz/energetika-a-suroviny/energeticka-legislativa/

⁸ www.eru.cz/cs/o-uradu

- kontrolní seznam evropského spotřebitele.

Rada vlády pro energetickou a surovinovou strategii České republiky byla zřízena usnesením vlády v roce 2011, která má funkci stálého poradního orgánu vlády v oblasti energetické a surovinové politiky státu. Hlavním cílem Rady vlády je poskytnout vládě podporu při přípravě a projednávání koncepčních a strategických dokumentů významných pro hospodářství České republiky s ohledem na zajištění energetické a surovinové základny. Rada vlády navrhuje opatření k vytvoření vyvážené surovinové a energetické politiky státu, která bude prevencí před hrozbou vzniku kritické situace v oblasti surovinové a energetické bezpečnosti České republiky⁹.

⁹ www.cr-sei.cz/files/Informa-ni-material-upravy-R.pdf

4 Firemní analýza vybrané společnosti a stanovení vnitřní hodnoty akcie

Tato kapitola bude věnována firemní analýze společnosti ČEZ, jejíž součástí jsou základní informace o společnosti, základním kapitálu, dividendové politice, jeho finanční analýze, SWOT analýze, postavení společnosti na trhu a také oceňovací metody potřebné k určení vnitřní hodnoty akcie.

4.1 Charakteristika společnosti ČEZ, a. s.

Energetická společnost ČEZ je největším energetickým uskupením v České republice i v rámci celé střední a jihovýchodní Evropy. ČEZ se řadí mezi největší výrobce elektřiny v České republice, dále dodává svým zákazníkům plyn a teplo. Společnost ČEZ tvoří jádro rozsáhlé skupiny firem - Skupiny ČEZ, která zabezpečuje rozsáhlé spektrum činností od těžby surovin, přes výrobu, distribuci a obchod až po oblast telekomunikací, informatiky, jaderného výzkumu, projektování, výstavby a údržby energetických zařízení nebo zpracování vedlejších energetických produktů. Skupina ČEZ se věnuje kromě činností souvisejících s výrobou elektřiny i dalším činnostem například vědě a inovacím, kde je hlavním lídrem v rozvoji chytrých sítí a elektromobilů.

Základ dnešní podoby Skupiny ČEZ byl položen v roce 20003, kdy došlo ke spojení energetické společnosti ČEZ s distribučními společnostmi. V dnešní době se Skupina ČEZ řadí k deseti největším energetickým uskupením v Evropě nejen z hlediska instalovaného výkonu, ale také podle počtu zákazníků. Skupina ČEZ se v zahraničí orientuje zejména na obnovitelné zdroje především v oblasti větrných a vodních elektráren v Polsku, Rumunsku nebo v Bulharsku.

Skupina ČEZ je v rámci Evropy nejvíce ziskovým energetickým uskupením a také energetickým uskupením, které je nejméně zadlužené, tyto faktory se pozitivně odráží v ceně akcií ČEZ, a. s., která patří mezi nejlépe se vyvíjející ceny v porovnání s energetickými společnostmi v Evropě. Součástí strategie firmy jsou úspěšné zahraniční akvizice v jihovýchodní Evropě, cílevědomá optimalizace nákladů a orientace na výkon. Skupina ČEZ jako největší přispěvatel do veřejných rozpočtů patří k nejdůležitějším ekonomickým uskupením v České republice.

4.1.1 Řízení společnosti

Činnost akciové společnosti ČEZ byla zahájena zápisem do obchodního rejstříku dne 6. května 1992. Předmět podnikání je výroba, distribuce a obchod s elektřinou, výroba a rozvod tepelné energie, obchod s plynem a s nimi spojené činnosti. Na řízení společnosti se podílí následující orgány valná hromada, dozorčí rada, výbor pro audit a představenstvo.

Valná hromada je nejvyšším orgánem společnosti, její zasedání se koná nejméně jednou ročně, nejpozději do šesti měsíců od posledního dne účetního období. K hlavním činnostem valné hromady patří:

- rozhodování o změně stanov,
- zvýšení nebo snížení základního kapitálu a o vydávání vyměnitelných a prioritních dluhopisů,
- volba a odvolání členů dozorčí rady,
- volba a odvolání členů výboru pro audit, schválení smluv o výkonu funkce členů výboru pro audit,
- schválení řádné nebo mimořádné účetní závěrky, rozhoduje o rozdělení zisku nebo o úhradě ztráty, stanovení tantiém a dividend a také o přídělech ze zisku do jednotlivých fondů,
- rozhodování o odměňování členů dozorčí rady,
- rozhodnutí o koncepci podnikatelské činnosti společnosti a o jejích změnách,
- projednání roční zprávy představenstva o podnikatelské činnosti společnosti a o stavu jejího majetku,
- vyloučení nebo omezení přednostního práva na získání vyměnitelných a prioritních dluhopisů nebo ne upisování nových akcií.

Dozorčí rada funguje jako kontrolní orgán společnosti, který vykonává dohled nad působením představenstva a uskutečňování podnikatelské činnosti společnosti. Skládá se ze 12 členů, dvě třetiny volí a odvolává valná hromada, jednu třetinu volí a odvolávají

zaměstnanci společnosti, členové jsou voleni na čtyři roky. Výsledky své kontrolní činnosti předkládá valné hromadě. K hlavním činnostem dozorčí rady přísluší:

- kontrolovat dodržování obecně závazných předpisů, stanov společnosti a usnesení valné hromady,
- kontrolovat představenstvo při výkonu vlastnického práva v právnických osobách, ve kterých má společnost majetkovou účast,
- přezkoumávat řádnou, mimořádnou a konsolidovanou účetní závěrku, návrh na rozdělení zisku včetně stanovení výše a způsobu vyplácení dividend a tantiém,
- volit a odvolávat členy představenstva,
- uzavření manažerských smluv s vedoucími zaměstnanci, kteří jsou zároveň členy představenstva a
- předkládání zadávací dokumentace zájemcům o veřejné zakázky.

Statutárním orgánem, který řídí činnost společnosti a jedná jejím jménem je představenstvo. Představenstvo se skládá ze 7 členů, které volí a odvolává dozorčí rada. Funkční období jednotlivého člena jsou čtyři roky. Představenstvo jedná a rozhoduje o všech záležitostech společnosti, které nejsou v působnosti valné hromady nebo dozorčí rady. Představenstvo se musí řídit zásadami a pokyny schválenými valnou hromadou, právními předpisy a stanovami. K hlavním činnostem představenstva náleží především:

- zabezpečovat obchodní vedení včetně řádného vedení účetnictví,
- svolávat valnou hromadu, které předkládá návrhy koncepce podnikatelské činnosti, návrhy stanov, návrhy na rozdělení zisku včetně stanovení výše, způsobu a splatnosti dividend,
- vykonávat usnesení valné hromady,
- udělovat a odvolávat prokuru,
- odvolávat vedoucí zaměstnance společnosti,
- podepisovat smlouvy o výkonu funkce člena některého orgánu společnosti.

4.1.2 Základní kapitál a struktura akcionářů

Základní kapitál společnosti činí ke dni 31. 12. 2013 celkem 53 798 975 900 Kč. Skládá se z 537 989 759 ks akcií o nominální hodnotě 100 Kč. Všechny akcie mají zaknihovanou podobu, znějí na majitele a jsou kótovány, jejich emisní kurz všech je plně splacen. Základní kapitál společnosti tvoří výlučně kmenové akcie, se kterými nejsou spojena žádná zvláštní práva. Akcie jsou obchodovatelné na Burze cenných papírů Praha a Burze cenných papírů ve Varšavě v Polské republice. Akcie jsou volně převoditelné a nejsou s nimi spojena žádná zvláštní práva.

Tabulka 4.1 Základní informace

Typ akcií	Zaknihované akcie na doručitele
Počet emitovaných akcií	537 989 759 kusů
ISIN	CZ0005112300
WPK	887832
Burza Praha	BAACEZ
Warsaw Stock Exchange	CEZ
Bloomberg	CEZ CP
Reuters	CEZP.PR

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Nejvýznamnějším akcionářem jak ukazuje Tabulka 4.1 ke dni 31. 12. 2013 je Česká republika s téměř 70 % podílem. Koncem roku 2013 bylo na majetkovém účtu ČEZ, a. s. v Centrálním depozitáři cenných papírů 3 875 021 kusů vlastních akcií, tedy 0,72 % základního kapitálu.

Tabulka 4.2 Přehled akcionářů společnosti ČEZ, a. s.

	stav k 31. 12. 2012	stav k 31. 12. 2013
Právnícké osoby celkem	93,33%	92,78%
Česká republika	69,78%	69,78%
ČEZ, a. s.	0,72%	0,72%
Ostatní právnícké osoby	22,83%	22,20%
Fyzické osoby celkem	6,67%	7,30%

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

4.1.3 Základní informace o akcích

Akcie společnosti ČEZ jsou kótovány na zahraničních burzách Varšava, Frankfurt, Xetra, Berlín, Mnichov a Stuttgart, Tabulka 4.3.

Tabulka 4.3 akcii ČEZ, a. s.

Česká republika	Burza cenných papírů Praha
	RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů
Polsko	Varšava
Německo	Frankfurt
	Xetra
	Berlin
	Mnichov
	Stuttgart

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Jak ukazuje Tabulka 4.4 jsou akcie společnosti ČEZ součástí indexů PX, RM, CTX, CETOP 20 a DJ ENLARGED STOXX.

Tabulka 4.4 Indexy s akciemi ČEZ, a. s.

PX	Oficiální index Burzy Praha
RM	Oficiální index české burzy RM-SYSTÉM
CTX	Czech Traded Index – Wiener Borse
CETOP 20	Central European Blue Chip Index – Budapest Stock Exchange
DJ ENLARGED STOXX	Index nových členů EU

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

4.1.4 Dividendová politika

Pravidelnou výplatu dividend uplatňuje skupina ČEZ od roku 2001. Dlouhodobá dividendová politika společnosti ČEZ, která byla uplatňována v posledních 6 letech se zakládala na výplatě částky, které odpovídá 50 až 60 % z dosaženého čistého konsolidovaného zisku Skupiny ČEZ. Se stejnou dividendovou politikou počítá Skupina ČEZ ve svém podnikatelském plánu na následujících 5 let. Toto tvrzení je ověřeno výpočtem výplatního dividendového poměru, který je propočten v Tabulce 4.1 a znázorněn v Grafu 4.1. Celkovou výši vyplácené dividendy navrhuje představenstvo, její konečnou výši schvaluje valná hromada.

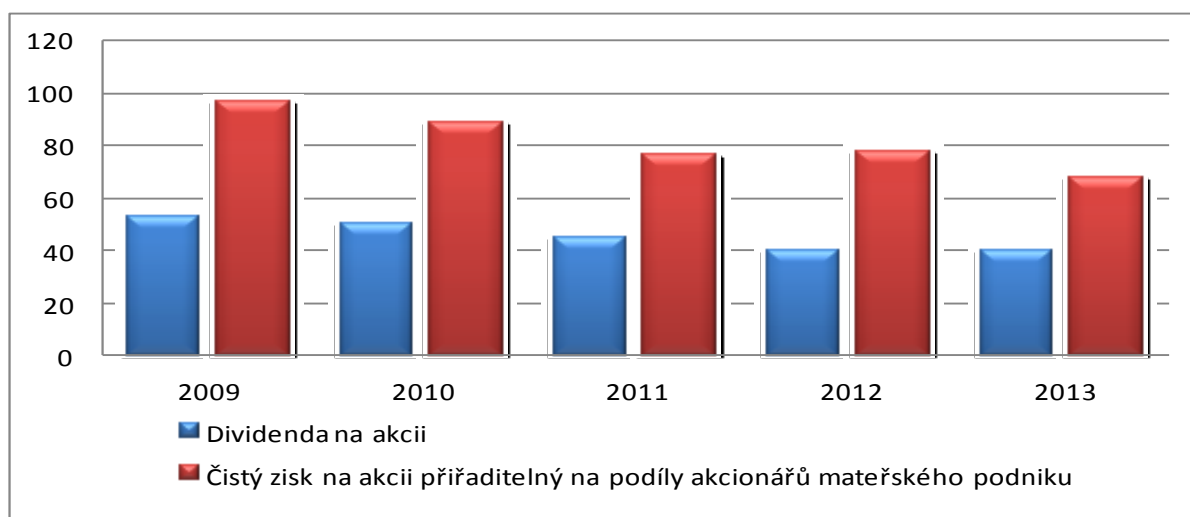
Tabulka 4.5 Výplatní poměr za období 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Dividenda na akcii	53	50	45	40	40
Čistý zisk na akcii přiřaditelný	97	89	76	78	67
Výplatní poměr	54,8%	56,5%	59,0%	51,5%	59,5%

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

V roce 2013, respektive 2012, byla schválena výplata dividendy ve výši 40 Kč, resp. 45 Kč, na akcii. Dividendy ze zisku roku 2013 budou schváleny na valné hromadě společnosti, která se uskuteční v prvním pololetí 2014.

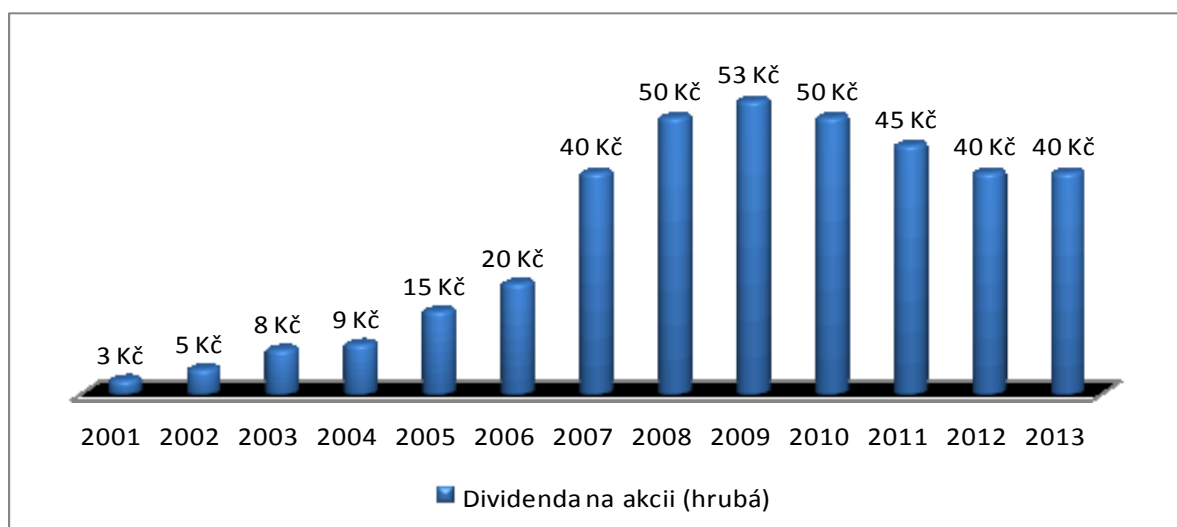
Graf 4.1 Výplatní poměr za období 2009-2013



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Graf 4.2 ukazuje vývoj hrubé dividendy na jednu akcii od roku 2001 do roku 2013, z grafu je vidět rostoucí trend, k nejvyššímu, dvojnásobnému zvýšení dividendy na akcii došlo z roku 2006 na rok 2007, kdy byla vyplácena dividendy ve výši 40 Kč na akcii oproti 20 Kč v loňském roce. Od roku 2009 dochází k mírnému snižování dividendy na akcii, což je způsobeno snižováním zisků a tržeb společnosti.

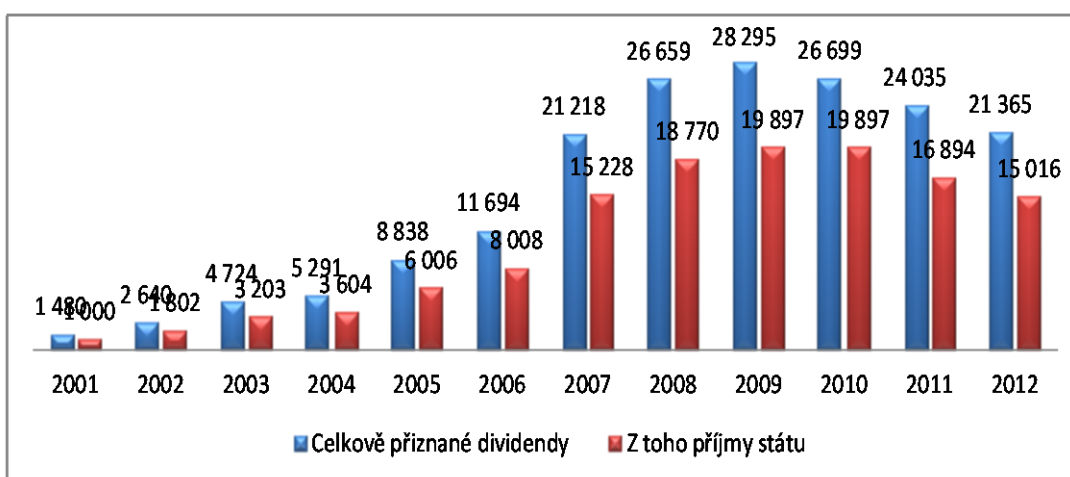
Graf 4.2 Vývoj hrubé dividendy na akcii od 2001-2013



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

V Grafu 4.3 můžeme vidět vývoj celkových dividend a také celkovou výši dividend, které připadly České republice. K největší výplatě dividend došlo v roce 2009, kdy celková výše dividend činila 28 295 mil Kč, z toho České republice připadlo 19 897 mil. Kč. Od roku 2009 celková část přiznaných dividend pozvolna klesá.

Graf 4.3 Vývoj celkových dividend (v mil. Kč)



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

4.1.5 Vize a strategie

Skupina ČEZ se snaží budovat trvale udržitelný rozvoj, podporovat nové technologie, odpovědné zacházení se zdroji, a také dbát na bezpečnost svých zaměstnanců a provozovaných zařízení.

Strategické záměry

Společnost ČEZ si klade za cíl podporovat dlouhodobé bezpečné využití jaderných elektráren a vytvořit předpoklady pro jejich provozování po dobu 50 a více let. V souladu se Státní energetickou koncepcí připravit podmínky pro výstavbu nových jaderných bloků. Realizovat technickou obnovu výrobní kapacity uhelných elektráren v souvislosti s opotřebením technologických komponent formou výstavby nových uhelných bloků s vyšší účinností, popřípadě obnovu stávajících hnědouhelných bloků.

Také se snaží o zvyšování podílu výroby elektřiny z obnovitelných zdrojů energie ve výrobních zařízeních, a to především spalováním biomasy a využitím vodní, větrné a sluneční energie. V oblasti domácího portfolia zdrojů čisté elektřiny je projekt modernizace a ekologizace vodních elektráren, při které je využito nejnovějších poznatků vědy a techniky. Snahou společnosti je pokračování ve zvyšování provozní výkonnosti a flexibility výrobních zdrojů, například v oblasti zvyšování výkonového rozsahu uhelných bloků umožňující lépe reagovat na cenové výkyvy na komoditní burze, a také v oblasti úspor nákladů s cílem zajistit efektivní provoz výrobních zdrojů.

Dostavba Temelínu

Vzhledem ke zvyšující se nejistotě na energetických trzích, poklesu velkoobchodních cen a potvrzení Vlády ČR, že neposkytne žádnou záruku na výstavbu nových jaderných zdrojů, rozhodlo představenstvo 10. dubna 2014 o ukončení zadávacího řízení na dostavbu 3. a 4. bloku Jaderné elektrárny Temelín. Od roku 2009, kdy bylo zadávací řízení zahájeno, došlo k výrazným změnám v evropském energetickém sektoru. Ceny silové elektřiny výrazně poklesly, ceny emisních povolenek se také propadly. Spolu s plnou ekonomickou návratností projektu je v současné době také ohrožena investice do zdrojů elektrické energie, které nejsou podporovány ze strany státu. Tato současná nejistota neznamená, že by Skupina ČEZ končila s výstavbou jaderných zdrojů. Riziko, že Česká republika nebude do dvaceti let schopná pokrýt svoji spotřebu energie, je proto stále významné. Projekt a plány do budoucna bude potřeba přizpůsobit legislativním změnám, které se připravují v Bruselu. Nezbytným předpokladem pro dostavbu jaderných bloků Temelínu je spolupráce státu. Společnost ČEZ prohlásila, že si nedovede představit vybudovat dva jaderné bloky bez státní podpory. Také se jedná o možnosti vybudovat jeden jaderný blok v Dukovanech do roku 2037 a jeden v Temelínu, které bude možné v budoucnosti dále rozšířit.

4.2 Finanční analýza společnosti

V této části práce budou konkrétně vypočítány ukazatelé finanční analýzy, kterými jsou ukazatelé finanční stability a zadluženosti, ukazatelé rentability, ukazatelé likvidity a aktivity, ukazatelé kapitálového trhu a komplexní finanční situace podniku bude zhodnocena pomocí Altmanova modelu.

4.2.1 Ukazatelé finanční stability a zadluženosti

K nejdůležitějším ukazatelům finanční stability a zadluženosti lze řadit podíl vlastního kapitálu na aktivech, stupeň krytí stálých aktiv, celkovou zadluženost, zadluženost vlastního kapitálu a úrokové krytí. Hodnoty ukazatelů jsou vypočteny v Tabulce 4.6 a zobrazeny v Grafu 4.4.

Tabulka 4.6 Ukazatelé finanční stability a zadluženosti za období 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Podíl VK na aktivech	38,98%	41,71%	38,80%	39,97%	41,04%
Stupeň krytí stálých aktiv	92,51%	94,83%	97,47%	100,08%	103,22%
Celková zadluženost	58,13%	54,95%	58,36%	56,60%	55,96%
Zadluženost VK	149,15%	131,75%	150,42%	141,62%	136,36%
Úrokové krytí	20,66	17,92	11,49	12,80	10,73
Úrokové zatížení	4,84%	5,58%	8,71%	7,81%	9,32%

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

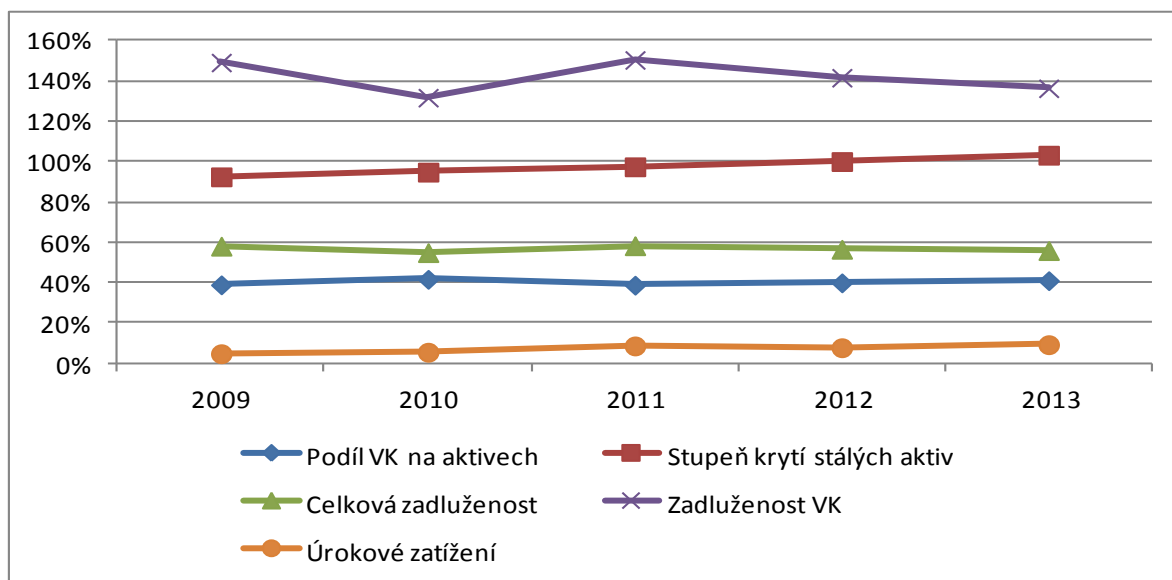
Ukazatel podíl vlastního kapitálu na aktivech vypočtený podle vzorce (2.1) vyjadřuje do jaké míry je podnik schopen krýt svá aktiva vlastními zdroji. Ukazatel má po celé období rostoucí trend a nejvyšší hodnoty 41,04 % dosahuje v roce 2013. Z ukazatele je patrné, že společnost využívá ve větší míře ke krytí svého majetku cizí levnější zdroje.

Stupeň krytí stálých aktiv vypočtený podle vzorce (2.2) má také rostoucí trend, v posledních dvou letech převyšuje hodnota ukazatele mírně přes 100 %, což znamená, že veškerá stálá aktiva jsou kryta dlouhodobými zdroji. Rostoucí trend ukazatelů podílu vlastního kapitálu na aktivech a stupně krytí stálých aktiv svědčí o finanční stabilitě firmy.

Celková zadluženost vypočtená podle vzorce (2.3) mírně klesá a v posledním roce dosahuje hodnoty 55,96 %. Zadluženost vlastního kapitálu vypočtená podle vzorce (2.4) se odráží od fáze vývoje firmy a od postoje vlastníků k riziku. Ukazatel má klesající charakter a v roce 2013 dosahuje 136,36 %, u stabilních společností by se měla pohybovat v rozmezí od 80 % do 120 %.

Ukazatelé úrokového krytí a zatížení spočtené podle vzorců (2.5) a (2.6) poměrují výši EBITu s výši nákladových úroků z úvěrů. Ukazatelé na sebe působí protichůdně, v průběhu sledovaných let dochází k růstu nákladových úroků a zároveň k poklesu zisku, tyto změny se negativně odráží ve zvyšujících se hodnotách úrokového zatížení a snižujících se hodnotách úrokového krytí.

Graf 4.4 Ukazatelé finanční stability a zadluženosti za období 2009-2013



Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

4.2.2 Ukazatelé rentability

Rentabilita patří k nejdůležitějším ukazatelům finanční analýzy, podle toho jaký typ kapitálu je použit se rozlišuje rentabilita aktiv, rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu, rentabilita vlastního kapitálu a rentabilita tržeb. Tyto rentability jsou vypočteny v Tabulce 4.7 a zobrazeny v Grafu 4.5.

Tabulka 4.7 Ukazatelé rentability za období 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
ROA	10,62%	9,48%	7,76%	7,12%	6,30%
ROCE	17,78%	14,69%	12,49%	11,16%	9,76%
ROE	25,09%	20,77%	17,56%	15,79%	13,39%
ROS	29,89%	26,90%	22,42%	21,50%	18,58%

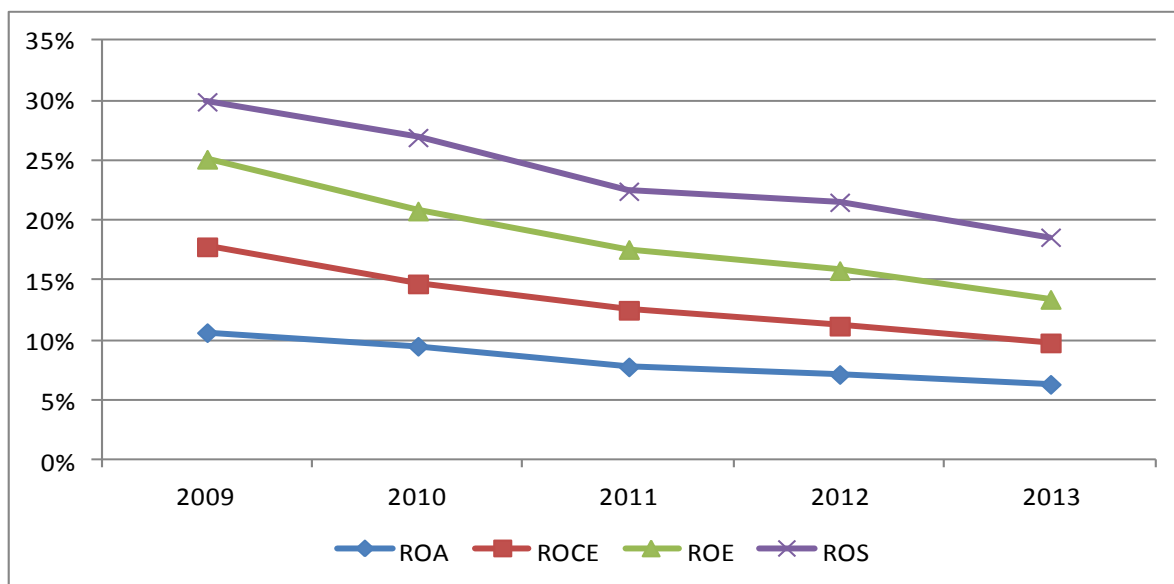
Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Vývoj všech sledovaných rentabilit vypočtených podle vzorců (2.7) až (2.10) má shodný průběh, klesající trend, a to z důvodu narůstajících nákladů a to především zvyšování nákladů na nákup energií a souvisejících služeb, které činily v roce 2009 48 170 mil. Kč

a v roce 2013 již 78 878 mil. Kč, přičemž výnosy se zvyšovaly jen nepatrně. Tyto změny měly negativní vliv na výsledek hospodaření, který poklesl z 68 249 mil. Kč v roce 2009 na 49 009 mil. Kč v roce 2013.

Negativně na vývoj tržeb působil pokles tržeb z výroby a obchodu, zejména z důvodu dalšího poklesu realizačních cen elektřiny, a pokles tržeb z distribuce a prodeje v jihovýchodní Evropě, zejména z důvodu vyřazení albánské distribuční a prodejní společnosti z konsolidačního celku Skupiny ČEZ v lednu 2013. Provozní náklady meziročně vzrostly o 13,5 mld. Kč v souvislosti s tvorbou opravných položek k dlouhodobému majetku a odpisy goodwillu, které reflektovaly zhoršující se podmínky podnikání v energetice v Evropě. Dále v souvislosti s výše uvedeným meziročním růstem tržeb z distribuce a prodeje v České republice došlo k růstu nákladů na nákup elektřiny a souvisejících služeb. Pozitivně naopak na vývoj nákladů působila zejména nižší výroba z uhelných zdrojů v roce 2013.

Graf 4.5 Ukazatelé rentability za období 2009-2013



Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

4.2.3 Ukazatelé likvidity

Likvidita podniku souvisí se schopností podniku inkasovat své pohledávky, prodat své výrobky, v případě potřeby i prodat své zásoby. V této dílčí části práce budou popsány celková, pohotová a okamžitá likvidita a také vývoj čistého pracovního kapitálu, které jsou vypočteny v Tabulce 4.8 a zobrazeny v Grafu 4.5.

Tabulka 4.8 Ukazatelé likvidity za období 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Celková likvidita	100,49%	115,49%	126,79%	156,76%	164,06%
Pohotová likvidita	93,60%	106,88%	118,17%	143,77%	152,81%
Okamžitá likvidita	23,29%	26,64%	21,43%	19,95%	26,65%
ČPK	- 31 099	- 58 970	- 53 630	- 48 600	- 28 061

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Celková a pohotová likvidita, vypočtené podle vzorců (2.11) a (2.12), mají za celé sledované období shodný rostoucí trend. Celková likvidita by se měla pohybovat v rozmezí od 150 % do 250 %, této hranici se od roku 2009 do roku 2011 blíží, od roku 2012 tuto hranici splňuje. Pohotová likvidita by se měla pohybovat v rozmezí od 100 % do 150 % toto rozmezí je od roku 2010 splněno.

Oběžná aktiva se v roce 2013 zvýšila o 13,4 mld. Kč na 154,6 mld. Kč. Pohledávky vzrostly o 12,7 mld. Kč, především reklasifikací dlouhodobé pohledávky za společností MOL na krátkodobou pohledávku, částečně kompenzovanou poklesem pohledávek CEZ Shpërndarje Sh.A. vyřazením z konsolidačního celku. Peněžní prostředky a ekvivalenty se meziročně zvýšily o 7,2 mld. Kč, likvidní cenné papíry vzrostly o 4,8 mld. Kč. Zásoby emisních povolenek a fosilních paliv vč. materiálu meziročně klesly o 4,7 mld. Kč.

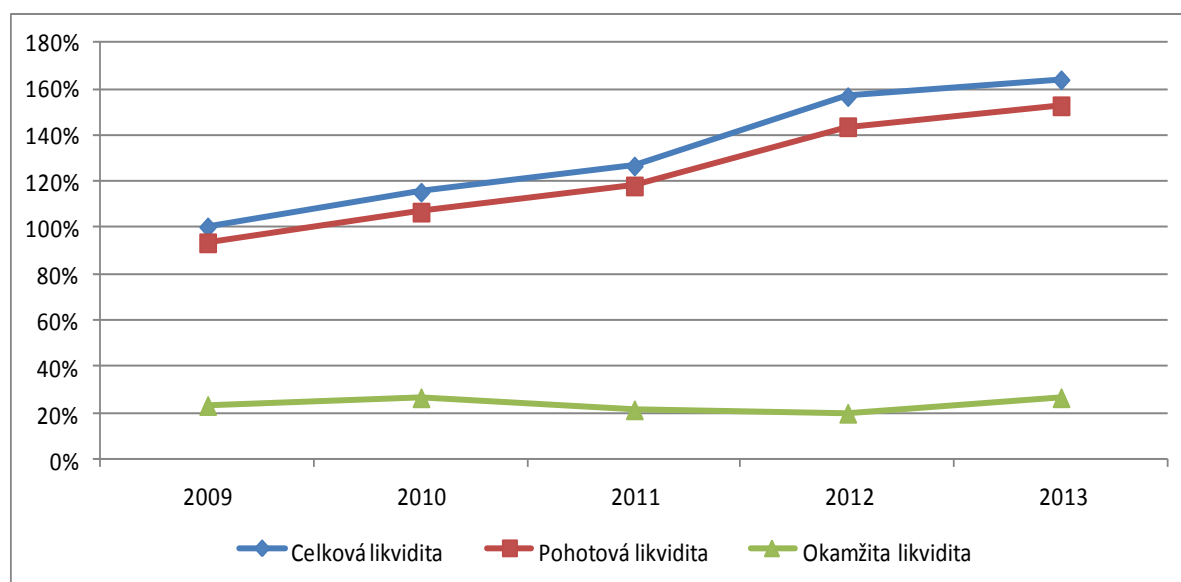
Krátkodobé závazky v roce 2012 klesly o 6,6 mld. Kč na hodnotu 108,0 mld. Kč vlivem poklesu krátkodobé části dlouhodobého dluhu a krátkodobých bankovních úvěrů o 8,6 mld. Kč, zejména splacením krátkodobé části emitovaných dluhopisů. Dále došlo k poklesu závazků z obchodního styku o 6,1 mld. Kč, závazků z derivátů o 1,5 mld. Kč a rovněž k poklesu rezervy na emise skleníkových plynů o 1,6 mld. Kč. Naproti tomu došlo k nárůstu závazků ze skupinového cash pooling o 6,4 mld. Kč a nárůstu dohadných účtů pasivních z titulu nevyfakturované elektřiny o 4,9 mld. Kč.

Okamžitá likvidita vypočtená podle vzorce (2.13) se vyvíjela celé sledované období stabilně a docházelo jen k mírným výkyvům. Čistý pracovní kapitál vypočtený podle vzorce (2.15) byl v roce 2009 až 2011 záporný, což znamená, že krátkodobý cizí kapitál se podílel na krytí dlouhodobého majetku a docházelo k podkapitalizování podniku. Od roku 2012 je čistý pracovní kapitál v kladných číslech.

Změna pracovního kapitálu působila meziročně na peněžní prostředky z provozní činnosti pozitivně (+4,5 mld. Kč). Hlavní příčinou pozitivní změny vývoje pracovního

kapitálu bylo snížení stavu zásob emisních povolenek a certifikátů z důvodu vypořádání dílčí obchodní strategie v roce 2013 a dále snížení stavu zásob fosilních paliv a materiálu. Meziročně vyšší saldo pohledávek a závazků z obchodního styku vč. záloh a časového rozlišení bylo částečně kompenzováno nižším saldem pohledávek a závazků z derivátů vč. opcí. Likvidní cenné papíry pracovní kapitál snížily.

Graf 4.6 Ukazatelé likvidity za období 2009-2013



Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

4.2.4 Ukazatelé aktivity

Ukazatelé aktivity tedy typu doby obratu nebo obratovosti jsou využívány pro řízení aktiv podniku. Ukazatelé aktivity jsou vypočteny v Tabulce 4.9 a zobrazeny v Grafu 4.7.

Tabulka 4.9 Ukazatelé aktivity za období 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
Obrátka celkových aktiv	0,33	0,32	0,30	0,29	0,30
Doba obratu aktiv	1 100,29	1 118,09	1 184,42	1 225,85	1 216,98
Obrátka zásob	21,95	24,45	20,49	15,96	17,88
Doba obratu zásob	16,40	14,72	17,57	22,55	20,14
Obrátka pohledávek	3,74	4,42	3,32	3,41	2,81
Doba obratu pohledávek	96,18	81,39	108,38	105,54	128,14
Obrátka závazků	2,26	2,98	2,33	2,55	2,99
Doba obratu závazků	159,47	120,78	154,83	141,20	120,39

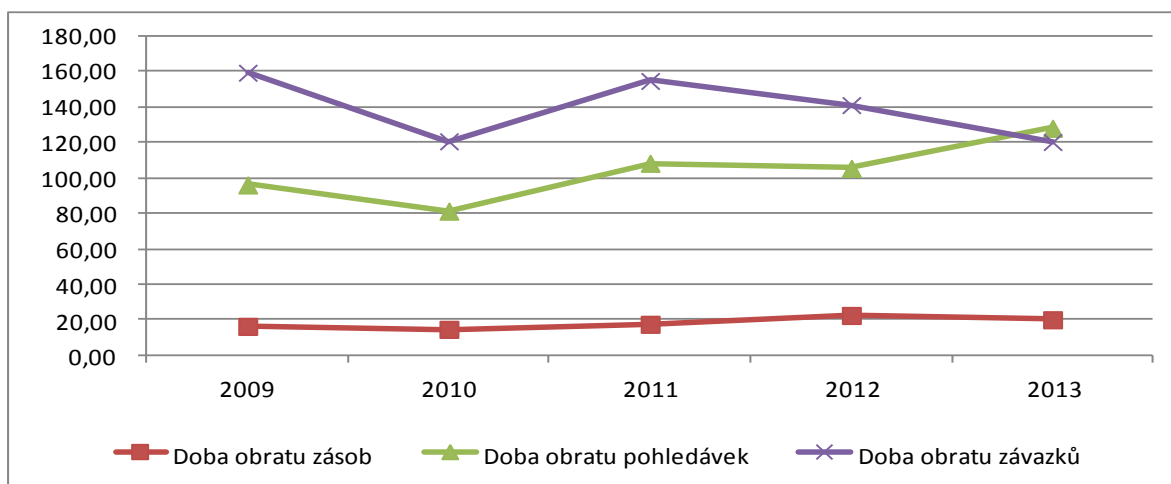
Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Obrátka aktiv vypočtená podle vzorce (2.16) je velmi nízká, a to z toho důvodu, že aktiva společnosti ČEZ vzhledem ke své činnosti mnohonásobně převyšují tržby společnosti. Celková aktiva se meziročně zvýšila o 10,4 mld. Kč na 549,3 mld. Kč. Stálá aktiva meziročně vzrostla o 8,3 mld. Kč na 427,0 mld. Kč především z důvodu investic do dlouhodobého majetku. Tento nárůst je částečně kompenzován tvorbou opravných položek k podílovým cenným papírům v podnicích s rozhodujícím vlivem a meziročně nižšími dlouhodobými půjčkami ve Skupině ČEZ. Doba obratu vypočtená podle vzorce (2.17) dosahuje opačně velmi vysokých hodnot. Doba obratu aktiv v roce 2013 činí 1 216,98 dnů (3,3 roku).

Doba obratu zásob, vypočtená podle vzorce (2.18) a obrátka aktiv, vypočtená podle vzorce (2.19) vypovídají o efektivním řízení zásob. Materiál a ostatní zásoby zahrnují především materiál a náhradní díly pro opravy a údržbu dlouhodobého hmotného majetku. V případě identifikace nepotřebných zásob Skupina tvoří opravnou položku do nákladů. K 31. 12. 2013, resp. 2012, činily opravné položky k zásobám 459 mil. Kč, resp. 355 mil. Kč.

Doba obratu pohledávek vypočítaná podle vzorce (2.20) je kratší než doba obratu závazků vypočítaná podle vzorce (2.22) což svědčí o správném řízení pohledávek a závazků společnosti. Pohledávky se účtují v nominální hodnotě, resp. v pořizovací ceně v případě pohledávek nabytých postoupením. Hodnota pochybných pohledávek se snižuje pomocí opravných položek účtovaných do nákladů. K 31. 12. 2013, činily opravné položky ke krátkodobým pohledávkám 2 977 mil. Kč.

Graf 4.7 Ukazatelé aktivity za období 2009-2013



Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

4.2.5 Ukazatelé kapitálového trhu

Akcie společnosti ČEZ jsou na Pražské burze cenných papírů Praha umístěny od 22. června 1993. Pro investory jsou důležité hodnoty a vývoj ukazatelů kapitálového trhu, kterými jsou čistý zisk na akcii, P/E, dividendový výnos a výplatní poměr. Tyto ukazatele jsou vypočteny v Tabulce 4.10 a zobrazeny v Grafu 4.11.

Tabulka 4.10 Ukazatelé kapitálového trhu za období 2009-2013

	2009	2010	2011	2012	2013
EPS	97,25	88,34	76,31	75,18	65,97
P/E	8,93	8,85	10,30	8,76	7,69
BV	387,59	425,34	434,57	475,96	492,64
Výplatní poměr	54,81%	56,50%	58,98%	51,55%	59,52%
Dividendový výnos	6,13%	6,39%	5,73%	5,88%	7,74%

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Ukazatel EPS vypočtený podle vzorce (2.24) určuje, jaká část čistého zisku připadá na jednu akcii, akcionáři preferují co nejvyšší hodnotu. Ukazatel EPS má za celé sledované období klesající charakter. Provozní zisk meziročně poklesl o 3,8 mld. Kč, na hodnotu 82,1 mld. Kč. Čistý zisk meziročně poklesl o 5,0 mld. Kč, na 35,2 mld. Kč. Hlavní příčinou meziročního poklesu zisku bylo výrazné snížení velkoobchodních cen elektřiny v důsledku masivní podpory obnovitelných zdrojů energie spolu s rostoucí nejistotou regulatorních podmínek energetiky v Evropě.

Tyto faktory způsobily výrazný pokles marže z výroby, ale také vytvoření opravných položek k dlouhodobým aktivům obdobně jako u všech velkých energetických společností v Evropě. Pozitivně výsledky Skupiny ČEZ ovlivnilo vyřazení albánské distribuční a prodejní společnosti CEZ Shpërndarje z konsolidačního celku Skupiny ČEZ v lednu 2013, převzetí správy výkupu obnovitelných zdrojů a kombinované výroby elektřiny a tepla. Operátorem trhu s elektřinou v České republice a také mimořádný výnos z prodeje Elektrárny Chvaletice v září 2013.

Ukazatel P/E vypočtený podle vzorce (2.25) udává počet let potřebných ke splácení ceny akcie jejím výnosem. Ukazatel se po celou sledovanou dobu vyvíjí stabilně a pohybuje se kolem 8. Ukazatel BV vypočtený podle vzorce (2.26) má rostoucí trend, a určuje kolik vlastního kapitálu připadá na jednu akcii. Čím je hodnota větší, tím je žádanější akcionáři. Hodnota BV činí v roce 2013 492,64 Kč. Dividendový výnos vypočtený podle vzorce (2.28)

vyjadřuje výnosnost akcie, při výpočtu zohledňuje skutečnou výši vyplacených dividend. Dividendový výnos se pohybuje za sledované období od 6,13 % do 7,74 %.

4.2.6 Altmanův model

Komplexní hodnocení finanční situace firmy podává Altmanův model vypočtený podle vzorce (2.29). Ukazatel vyjadřuje s jakou pravděpodobností se ve střednědobém horizontu dostane firma do bankrotního stavu. Tento model je vypočtený v Tabulce 4.11 a zobrazen v Grafu 4.8.

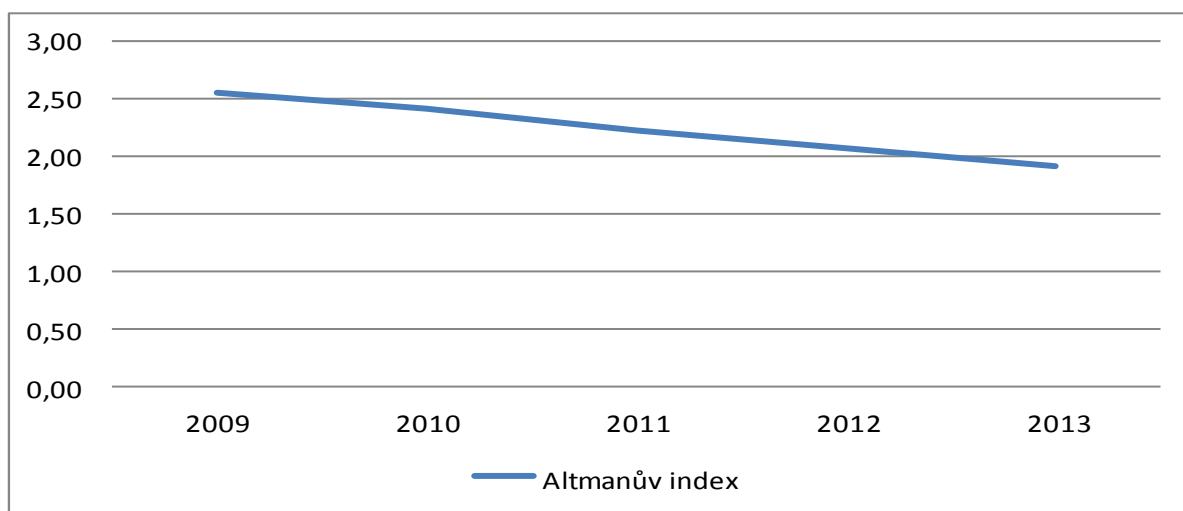
Tabulka 4.11 Altmanův model za období 2009-2013

	Váha	2009	2010	2011	2012	2013
PK/A	1,20	0,38	0,33	0,35	0,34	0,33
Nerozdělený zisk/A	1,40	0,29	0,32	0,30	0,32	0,33
EBIT/A	3,30	0,13	0,11	0,10	0,09	0,08
Tržní cena akcií/dluhy	0,60	1,49	1,40	1,20	1,01	0,77
T/A	1,00	0,37	0,37	0,35	0,34	0,34
Celkem	-	2,55	2,43	2,22	2,08	1,91

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Hodnota Altmanova modelu se v čase snižuje. Nejvyšší váha se při konstrukci tohoto modelu přisuzuje ukazateli EBIT/A, kterému v průběhu času klesá výše provozního zisku. Hlavní příčinou poklesu zisku bylo výrazné snížení velkoobchodních cen elektřiny v důsledku masivní podpory obnovitelných zdrojů energie spolu s rostoucí nejistotou regulatorních podmínek energetiky v Evropě. Tyto faktory způsobily výrazný pokles marže z výroby, ale také vytvoření opravných položek k dlouhodobým aktivům obdobně jako u všech velkých energetických společností v Evropě. Celková hodnota modelu je v roce 2013 1,91 což se vyskytuje v tzv. šedé zóně, což nenaznačuje ani vysokou pravděpodobnost bankrotu ani minimální pravděpodobnost bankrotu podniku.

Graf 4.8-2.4.8 Altmanův model za období 2013



Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

4.3 SWOT analýza

SWOT analýza je univerzální analytická technika zaměřená na zhodnocení vnitřních a vnějších faktorů ovlivňujících úspěšnost podniku, která se často používá v rámci strategického řízení a navazuje na finanční analýzu. SWOT analýza je důležitou součástí při stanovení závěrečného investičního doporučení.

K silným stránkám společnosti ČEZ patří:

- stabilita společnosti s působností ve střední a jihovýchodní Evropě s dlouhodobou tradicí a bohatými zkušenostmi,
- nízká míra zadlužení ve srovnání s ostatními evropskými energetickými společnostmi,
- silné postavení na domácím trhu v prodeji elektrické energie,
- financování za relativně nízké úrokové sazby,
- účinná reklama a dobročinné akce, přispívání různým nadacím,
- společnost ČEZ v roce 2013 poskytla finanční prostředky ve výši 370,5 mil. Kč ve formě darů a příspěvků,
- přispívá k pořádání kulturních, sportovních a jiných obecně prospěšných akcí formou reklamního partnerství.

- již osmé ocenění v řadě za největšího firemního dárce České republiky v roce 2011 oceněno titulem TOP FIREMNÍ FILANTROP,
- působení na zahraničních trzích, vytvoření dceřiných společností po celé Evropě i v zemích mimo Evropu,
- investuje do zdrojů obnovitelné energie,
- snaží se chránit životní prostředí,
- investuje do výzkumu a vývoje elektromobilů,
- má silnou likvidní pozici,
- vysoká provozní marže okolo 40 %

Ke slabým stránkám můžeme zařadit:

- vliv státu, který je prostřednictvím Ministerstva financí České republiky téměř 70 % vlastníkem,
- sezónní produkce, kdy v letních měsících dochází k výraznému poklesu spotřeby plynu koncovými zákazníky,
- legislativní a právní aspekty plynoucí z omezení státu, ve kterém společnost působí,
- znečišťování ovzduší vznikající výrobou elektrické energie v tepelných elektrárnách,
- velká organizační struktura a nižší flexibilita společnosti,
- citlivost výnosů a provozních zisků na tržní ceny elektřiny na energetických burzách.

K příležitostem patří:

- Působení na trhu zemního plynu, kam společnost úspěšně vstoupila v roce 2010 a daří se jí postupně rozšiřovat zákaznickou základnu,
- využívání sluneční energie formou fotovoltaických elektráren,
- rozvoj distribučních sítí budováním nových konceptů,
- potenciál růstu cen elektřiny,

- zvýšení podílu na teplárenském trhu akvizicí 100% podílu ve společnosti Energotrans,
- plánovaná výstavba dvou bloků jaderné elektrárny Temelín,
- development větrných projektů v Polsku.

K hrozbám můžeme přiřadit:

- nepříznivou situaci v Bulharsku a s ní spojenou hrozbu odebrání licence na distribuci elektřiny,
- zahraniční energetická konkurence,
- zvyšující se nároky na ekologii,
- pokuty za překročení limitů znečištění ovzduší,
- nesolventnosti odběratelů, kteří nedostojí svým závazkům
- možnou změnu schématu podpory obnovitelných zdrojů v Rumunsku,
- regulatorní opatření ze strany EU,
- soudní spory,
- zdražování elektrické energie, v současné době ceny rostou což je zapříčiněno státními dotacemi na obnovitelné zdroje.
- možné komplikace v souvislosti s dostavbou jaderné elektrárny Temelín.

Výše uvedená rizika mohou negativně ovlivnit hospodaření společnosti a tím i vývoj ceny akcie.

4.4 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

V této dílčí části práce bude stanovena vnitřní hodnota akcie pomocí aplikace vybraných metod fundamentální analýzy. Vybranými modely jsou dvoustupňový dividendový diskontní model, dvoustupňový model diskontovaných peněžních toků, historický model P/S a P/BV, ziskový model P/E a model účetní hodnoty.

4.4.1 Dvoustupňový dividendový diskontní model

Při výpočtu vnitřní hodnoty prostřednictvím dvoustupňového dividendového diskontního modelu je nejprve nutné získat všechny potřebné proměnné. Beta zadlužená byla vypočtena podle vzorce (2.36), prostřednictvím bety nezadlužené¹⁰. Bezriziková sazba¹¹ R_f odpovídá desetiletému státnímu dluhopisu se splatností v roce 2025 s výnosovou mírou 2,4 %. Tržní prémie v České republice je ve výši 7,10 %. Očekávaný výnos $E(R_e)$ vypočtený podle vzorce (2.31) je 10,66 %. Tempo růstu v první fázi g_1 je podle tržní situace na energetickém trhu a v důsledku poklesu cen energií na trhu v posledních několika letech odhadnuto v záporné výši -4,40 %, ve druhé fázi se očekává zlepšení situace na trhu a tempo růstu je odhadnuto na 6 %.

Tabulka 4.12 Výpočet VH dvoustupňovým dividendovým diskontním modelem

Beta nezadlužená	0,67
Daň	19%
D/E	0,909
Beta zadlužená	1,163
R_f	2,40%
R_m-R_f	7,10%
E(R_e)	10,66%
g₁	-4,40%
g₂	6%
Dividenda	40,00

D v první fázi	131,74
D v druhé fázi	434,16
VH	565,89

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie vypočtená pomocí dvoustupňového dividendového diskontního modelu je ve výši 565,89 Kč, přičemž aktuální cena na trhu k 30. 12. 2014 je ve výši 585 Kč, akcie společnosti ČEZ se jeví jako nadhodnocená.

¹⁰ www.people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

¹¹ www.akcie-cz.kurzy.cz/emise/CZ0000703111

4.4.2 Účetní hodnota

Při stanovení účetní hodnoty akcie se vychází z finančních výkazů společnosti. Účetní hodnota je získána odečtením cizích zdrojů od aktiv a následně podělena počtem kusů emitovaných akcií.

Tabulka 4.13 Výpočet VH modelem účetní hodnoty (v Kč)

Aktiva	530 259 000 000
Cizí zdroje	177 181 000 000
Účetní hodnota	353 078 000 000
Počet ks akcií	534 115 000
VH akcie	661

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Metodou účetní hodnoty byla zjištěna vnitřní hodnota akcie ve výši 661 Kč, přičemž aktuální cena na trhu k 30. 12. 2014 je ve výši 585 Kč, akcie společnosti ČEZ se jeví jako podhodnocená.

4.4.3 Historický model P/S

Historický model P/S je spočten podle vzorce (2.47), porovnává průměrný kurz akcie s průměrnými tržbami, který je následně vynásoben očekávanými tržbami v příštím období. Očekávané tržby v roce 2014 jsou zjištěny pomocí Tabulky 4.15, ve které se jednotlivým změnám přiřadily váhy.

Tabulka 4.14 Výpočet VH historickým modelem P/S

	2009	2010	2011	2012	2013	Průměr
Tržby	196 352	198 848	209 761	215 095	217 273	207 466
Váha	0,1	0,1	0,2	0,2	0,4	
Součin	19 635	19 885	41 952	43 019	86 909	211 400
Očekávané tržby v roce 2014	222 472					

Průměrný kurz akcie za posledních 5 let	726,0
--	-------

VHP/S	764,0
--------------	-------

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Tabulka 4.15 Výpočet tempa růstu tržeb pro rok 2014

Rok	Tržby (mil. Kč)	změna	váhy
2009	196 352	x	x
2010	198 848	0,013	0,100
2011	209 761	0,055	0,200
2012	215 095	0,025	0,300
2013	217 273	0,010	0,400
Tempo růstu tržeb			0,024

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie ČEZ vypočtená podle historického modelu P/S je ve výši 764 Kč, aktuální cena na trhu k 30. 12. 2014 je ve výši 585 Kč, akcie společnosti ČEZ se jeví jako podhodnocená.

4.4.4 Historický model P/BV

Historický model vypočtený podle vzorce (2.48) poměřuje historický kurz akcie s průměrnou historickou výši tržeb připadající na jednu akcii. Nejprve je zjištěn průměr účetní hodnoty společnosti v jednotlivých letech připadající na jednu akcii, těmto hodnotám jsou přiřazeny váhy, přičemž nejnižší váhy jsou přiřazeny nejstarším hodnotám.

Tabulka 4.16 Výpočet VH pomocí historického modelu P/BV

	2009	2010	2011	2012	2013	Průměr
Aktiva (v mil. Kč)	530 259	544 375	598 107	636 070	641 136	-
Cizí zdroje (v mil. Kč)	177 181	198 061	223 691	241 080	239 071	-
BV (v mil. Kč)	353 078	346 314	374 416	394 990	402 065	374 173
Počet ks akcií (tis)	533 225	533 811	534 041	534 115	534 115	
BV na akcii (v Kč/akcie)	662	649	701	740	753	701
Váha	0,10	0,10	0,20	0,20	0,40	-
Součin (v Kč/akcie)	66	65	140	148	301	
Očekávané BV (v mil. Kč) v roce 2014	417 328,63					
P/BV	576,63					

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Očekávaná BV v roce 2014 se stanoví součinem průměru jednotlivých BV a tempem růstu BV. Tempo růstu BV je stanoveno v Tabulce 4.17, ve které jsou vyjádřeny jednotlivé změny těchto hodnot a těmto změnám jsou přiřazeny váhy, opět nejmenší váha nejstarší hodnotě.

Tabulka 4.17 Výpočet tempa růstu BV

Rok	BV (v mil. Kč)	Změna	Váhy
2009	353 078	x	x
2010	346 314	- 0,019	0,100
2011	374 416	0,081	0,200
2012	394 990	0,055	0,300
2013	402 065	0,018	0,400
Tempo růstu BV			0,038

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie ČEZ stanovená pomocí historického modelu P/BV je ve výši 576,63 Kč, aktuální cena na trhu k 30. 12. 2014 je ve výši 585 Kč, akcie společnosti ČEZ se jeví jako nadhodnocená.

4.4.5 Ziskový model

Ziskové modely patří k oblíbeným modelům investorů a pracují s čistým ziskem na akcii, který se dále upravuje. K výpočtu tohoto modelu je nutné vypočítat si normální P/E, které vychází z Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu vypočteného podle vzorce (2.33). Dalšími vstupními daty jsou požadovaná výnosová míra a růstová míra dividend, které byly použity výše ve dvoustupňovém dividendovém modelu. Očekávaný zisk (E1) v roce 2014 byl převzat od analytiků, kteří se zabývají prognózou a vývojem společnosti ČEZ¹².

Tabulka 4.18 Výpočet VH pomocí ziskového modelu P/E

EPS	66
Požadovaná výnosová míra	0,107
Růstová míra dividend	0,040
E1	32 000 000 000
počet akcií	537 315 000
(P/E)N	9,050
V0=(P/E)N.E1	
VH akcie	539

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Součinem normálního P/E a očekávanou výši čistého zisku v roce 2014 získáme vnitřní hodnotu akcie. Vnitřní hodnota akcie společnosti ČEZ stanovená pomocí ziskového

¹² www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html

modelu na bázi normálního zisku se rovná 539 Kč, aktuální cena na trhu k 30. 12. 2014 je ve výši 585 Kč, akcie společnosti ČEZ se jeví jako nadhodnocená.

4.4.6 Dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků FCFE

Metoda diskontovaných peněžních toků FCFE je rozdělena na dvě fáze, první fáze trvá čtyři roky od roku 2014 do roku 2017 a druhá fáze je od roku 2018 do nekonečna. Pro výpočet vnitřní hodnoty touto metodou je zapotřebí napredikovat vývoj hlavních peněžních toků, které ovlivňují hospodaření společnosti ČEZ. Těmito toky jsou čistý zisk, odpisy, investice, změna čistého pracovního kapitálu a splácení úvěrů viz Tabulka 4.19, tyto hodnoty byly převzaty z prognózy Komerční banky¹³. Vzhledem k tomu, že v současné době byl tendr na dostavbu Temelínu zrušen, protože nedošlo ke garanci návratnosti ze strany státu České republiky. Společnost ČEZ prohlásila, že si nedovede představit vybudovat dva jaderné bloky bez státní podpory. Také se jedná o možnosti vybudovat jeden jaderný blok v Dukovanech do roku 2037 a jeden v Temelínu, které bude možné v budoucnosti dále rozšířit. Tabulky 4.19 a 4.20 nepočítají s dostavbou jaderných bloků.

Tabulka 4.19 Výpočet peněžních toků FCFE

	2014	2015	2016	2017	2018
EAT	29 734 000 000	25 858 000 000	23 476 000 000	22 664 000 000	23 215 000 000
ODP	28 519 000 000	29 314 000 000	29 240 000 000	29 140 000 000	28 896 000 000
INV	- 43 662 000 000	- 31 538 000 000	- 31 095 000 000	- 28 809 000 000	- 30 686 000 000
ZMĚNA ČPK	- 8 179 000 000	921 000 000	873 000 000	972 000 000	1 241 000 000
SPL. ÚVĚRU	- 84 000 000	- 82 965 000	- 81 236 000	- 80 702 000	- 81 459 000
FCFE	6 328 000 000	24 472 035 000	22 412 764 000	23 886 298 000	22 584 541 000

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

V Tabulce 4.20 jsou uvedené peněžní toky v jednotlivých letech, které jsou následně diskontovány na současnou hodnotu za první i druhou fází podle vzorce (2.39).

¹³ KB. [online]. [cit. 2015-04-04]. Dostupné z: trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=11778

Tabulka 4.20 Výpočet VH dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků FCFE

	FCFE	PV FCFE
2014	6 328 000 000	5 716 350 497
2015	24 472 035 000	19 969 851 867
2016	22 412 764 000	16 521 617 201
2017	23 886 298 000	15 905 904 209
PH		58 113 723 773
2018		238 715 289 229
Celkem		296 829 013 002
VH akcie		552

Zdroj: výroční zprávy společnosti ČEZ za období 2009-2013, vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie ČEZ stanovená dvoufázovou metodou diskontovaných peněžních toků FCFE za předpokladu nedostavění jaderných bloků Temelínu je ve výši 552 Kč, aktuální cena na trhu k 30. 12. 2014 je ve výši 585 Kč, akcie společnosti ČEZ se jeví jako nadhodnocená.

4.4.7 Výsledná VH akcie společnosti ČEZ

Vybranými modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie společnosti ČEZ byly zjištěny různé výše vnitřních hodnot akcie ČEZ. Vybrané modely se od sebe liší postupem výpočtu, vstupními parametry, respektováním faktoru času a proto byly i jednotlivým metodám přiřazeny váhy. Největší váha 0,3 byla přiřazena dvoustupňovému dividendovému diskontnímu modelu, protože zohledňuje faktor času a také výhled do budoucna, nepočítá pouze s historickými daty. Druhé dvě největší váhy 0,2 byly přiřazeny dvoufázové metodě diskontovaných peněžních toků a 0,25 účetní hodnotě. Historickým modelům byly přiřazeny váhy 0,1 a ziskovému modelu 0,05 viz. Tabulka 4.21.

Tabulka 4.21 Souhrnné výsledky a stanovení konečné vnitřní hodnoty společnosti ČEZ, a. s.

Model	VH	Nadhodnocena/ Podhodnocena	Váha
Dvoustupňový dividendový model	565	Nadhodnocená	0,3
Účetní hodnota	661	Podhodnocená	0,25
Historický model P/S	764	Podhodnocená	0,1
Historický model P/BV	576	Nadhodnocená	0,1
Ziskový model	539	Nadhodnocená	0,05
Dvoufázová metoda diskontovaných peněžních toků DCFE	552	Nadhodnocená	0,2
Celková vnitřní hodnota akcie	606		

Zdroj:vlastní výpočty

Výsledná vnitřní hodnota akcie je stanovena na 606 Kč, aktuální tržní cena ke 30. 12. 2014 činí 585 Kč, akcie společnosti ČEZ, a. s. se jeví jako podhodnocená.

4.4.8 Investiční doporučení

Akciová společnost ČEZ je česká elektrárenská společnost založená 6. května 1992 Fondem národního majetku České republiky. Vznikla jako jeden z nových subjektů z majetkové podstaty bývalých Českých energetických závodů. Od svého vzniku si společnost vybudovala dominantní místo na trhu s výrobou a prodejem elektrické energie a tepla. Od roku 2008 se zabývá také výrobou a prodejem plynu.

Ratingová agentura Standard & Poor's potvrdila v lednu 2013 dlouhodobé ratingové hodnocení společnosti ČEZ, a. s., na úrovni "A-" se stabilním výhledem. Ratingová agentura Moody's potvrdila v květnu 2013 dlouhodobé ratingové hodnocení společnosti ČEZ, a. s., na úrovni „A2“, výhled změněn na negativní.

Investiční doporučení vychází nejen z globální a odvětvové analýzy ale i z finanční a SWOT analýzy. Z odvětvové analýzy vyplývá, že energetický průmysl se v současné době potýká s poklesem cen silové energie, který by se měl v budoucnu vyrovnat. Energetický průmysl v České republice je poměrně hodně zastaralý a je nutné jej postupně obnovovat a modernizovat, aby odpovídal všem evropským normám a nedocházelo ke znečišťování životního prostředí.

Z pohledu finanční analýzy si podnik vede stabilně, v současnosti je financován z větší míry cizím levnějším kapitálem. Za celé sledované období došlo k poklesu rentability společnosti z důvodu zvyšování provozních nákladů, dobu obratu závazků a pohledávek má společnost dobře nastavené, spolu s kladným čistým pracovním kapitálem lze hovořit o schopnosti podniku splácet své závazky řádně a včas. Akcionáři oceňují vysoký výplatní poměr a stabilní dividendovou politiku.

Ze SWOT analýzy vychází, že společnost ČEZ je stabilní společnost s dlouhodobou tradicí, s relativně nízkým zadlužením, se silným postavením na trhu s elektrickou energií a věnující se dobročinným akcím. Ke slabým stránkám společnosti patří vysoký vliv státu při rozhodování, legislativní a právní omezení, sezónní výkyvy ve spotřebě plynu, velká organizační struktura a nižší flexibilita společnosti. K příležitostem patří rozšiřování zákazníků na trhu se zemním plynem, využívání fotovoltických elektráren, rozvíjení nových konceptů, výzkum v oblasti elektromobilů, plánovaná výstavba dvou bloků jaderné elektrárny Temelín. Společnost ČEZ, a. s. mohou ohrozit zahraniční konkurence, nesolventnost odběratelů, regulační opatření ze strany EU, možné komplikace a financování v souvislosti s dostavbou jaderné elektrárny Temelín.

Stanovením vnitřní hodnoty akcie pomocí dvoustupňového dividendového diskontního modelu, historického modelu P/B, ziskového modelu a dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků FCFE bylo zjištěno, že vnitřní hodnota u těchto modelů se jevila jako nadhodnocená. U modelů účetní hodnoty a historického modelu P/S se jevila vnitřní hodnota jako podhodnocená. Jednotlivým metodám byly přiřazeny váhy a následně byla získána výsledná vnitřní hodnota akcie společnosti ČEZ ve výši 606 Kč, aktuální tržní cena ke 30. 12. 2014 činila 585 Kč, akcie společnosti ČEZ je podhodnocená. Mé investiční doporučení zní:

KOUPIT.

5 Závěr

Cílem diplomové práce bylo provedení fundamentální analýzy společnosti ČEZ, a. s. jejímž výsledkem je investiční doporučení, které vychází ze všech tří částí, globální analýzy, odvětvové analýzy a firemní analýzy.

Druhá kapitola je věnována teoretickým východiskům fundamentální analýzy, jsou v ní detailně popsány všechny tři její úrovně. Třetí kapitolu tvořily globální a odvětvová analýza. V rámci globální analýzy se potvrdilo, že kurz akcie předbíhá v krátkém až střednědobém období vývoj HDP, dále byl potvrzen inverzní vztah mezi úrokovými sazbami a kurzem akcie, a také mírně negativní vztah mezi inflací a akciovým kurzem. Vývoj peněžní nabídky předbíhá vývoj kurzu akcie. V rámci odvětvové analýzy bylo zjištěno, že energetický průmysl patří do cyklického odvětví, nachází se ve fázi stabilizace a v rámci tržního uspořádání se řadí do oligopolní struktury, celý energetický trh je přísně regulován ze strany státu, ale i ze strany Evropské unie.

Ve čtvrté kapitole byla charakterizována společnost ČEZ, a. s., řídicí orgány, základní kapitál spolu s dividendovou politikou, její vize a strategie a následně finanční analýza. Z finanční analýzy a Altmanova modelu vyplývá, že společnost ČEZ, a. s. je silná, stabilní společnost s dostatečnou likviditou a perspektivními vyhlídkami.

Vnitřní hodnota akcie ČEZ, a. s. byla stanovena pomocí dvoustupňového dividendového diskontního modelu, historického modelu P/B, ziskového modelu a dvoufázové metody diskontovaných peněžních toků FCFE jako nadhodnocená. Vnitřní hodnota vypočtená účetní metodou a historickým modelem P/S se jevila jako podhodnocená, jednotlivým metodám byly přiřazeny váhy a byla získaná výsledná vnitřní hodnota akcie společnosti ČEZ ve výši 606 Kč, aktuální tržní cena ke 30. prosinci 2014 činila 585 Kč, akcie společnosti ČEZ byla shledána jako podhodnocená. Investiční doporučení po zvážení všech skutečností zní KOUPIIT.

Seznam použité literatury

BODIE, Zvi, Alex KANE a Alan J MARCUS. *Investments*. 9th ed. New York: McGraw-Hill/Irwin, c2011, 1 v. (various pagings). McGraw-Hill/Irwin series in finance, insurance, and real estate. ISBN 00-735-3070-0.

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 3., rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2010, 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

FOTR, Jiří. *Tvorba strategie a strategické plánování: teorie a praxe*. 1. vyd. Praha: Grada, 2012, 381 s. Expert (Grada). ISBN 978-80-247-3985-4.

GLADIŠ, Daniel. *Naučte se investovat: teorie a praxe*. 2. rozš. vyd. Praha: Grada, 2005, 174 s. Expert (Grada). ISBN 80-247-1205-9.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Ekopress, 2011, 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

PETRÍK, Tomáš. *Ekonomické a finanční řízení firmy: manažerské účetnictví v praxi*. 2., výrazně rozš. a aktualiz. vyd. Praha: Grada, 2009, 735 s. ISBN 978-80-247-3024-0.

POLÁCH, Jiří. *Reálné a finanční investice*. Vyd. 1. Praha: C. H. Beck, 2012, xvi, 263 s. Beckova edice ekonomie. ISBN 978-80-7400-436-0.

ŠTÝBR, David, Petr KLEPETKO a Pavlína ONDRÁČKOVÁ. *Začínáme investovat a obchodovat na kapitálových trzích*. 1. vyd. Praha: Grada, 2011, 156 s. Finance pro každého. ISBN 978-80-247-3648-8.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 4., aktualiz. a rozš. vyd. Praha: Grada, 2014, 760 s. Partners. ISBN 978-80-247-3671-6.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. Vyd. 1. Praha: ASPI, 2007, 703 s. ISBN 978-80-7357-297-6.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích: analýza, investování, oceňování, riziko, flexibilita*. 2., aktualiz. vyd. Praha: Wolters Kluwer Česká republika, 2011, 789 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

VESELÁ, Jitka. Analýza trhu cenných papírů. Vyd. 1. Praha: Vysoká škola ekonomická, 2003, 361 s. ISBN 80-245-0506-1.

Internetové odkazy

Akcie [online]. [cit. 2015-02-25]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/historie/11392-/LTC=1043971200>

Betas by Sector. [online]. [cit. 2015-04-04]. Dostupné z: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

ČEZ [online]. [cit. 2015-04-05]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/vyroba-elektřiny/obnovitelne-zdroje/informacni-centrum.html>

Energetický regulační úřad [online]. [cit. 2015-03-05]. Dostupné z: <http://www.eru.cz/cs/o-uradu>

Energostat [online]. [cit. 2015-04-05]. Dostupné z: <http://energostat.cz/elektrina.html>

KB. [online]. [cit. 2015-04-04]. Dostupné z: trading.kb.cz/ibweb/analysisDetail.do?ID=11778

Kurzy.cz. [online]. [cit. 2015-04-04]. Dostupné z: <http://akcie-cz.kurzy.cz/emise/CZ0000703111>

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR [online]. [cit. 2015-03-05]. Dostupné z: <http://www.mpo.cz/cz/energetika-a-suroviny/energeticka-legislativa/>

Patria [online]. [cit. 2015-02-14]. Dostupné z: <http://www.patria.cz/akademie/analyzy-investice-fundamentalni-analyza.html>

Skupina ČEZ [online]. [cit. 2015-03-29]. Dostupné z: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html>

Státní energetická inspekce [online]. [cit. 2015-03-05]. Dostupné z: <http://www.cr-sei.cz/files/Informa-ni-material-upravy-R.pdf>

Vodní a tepelné elektrárny [online]. [cit. 2015-03-05]. Dostupné z: www.vodni-tepelne-elektrarny.cz

Akcie.cz [online]. [cit. 2015-04-14]. Dostupné z: <http://www.akcie.cz/>

Seznam zkratk

BV	Účetní hodnota
CAPM	Model pro oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividendový diskontní model
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EPS	Earning Per Share
EU	Evropská unie
FCF	Free Cash flow
FCFE	Free Cash Flow For The Firm
FCFF	Free Cash Flow To Equity
HDP	Hrubý domácí produkt
P/E	Price/Earnings
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
VH	Vnitřní hodnota
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Seznam grafů

GRAF 3.1 VÝVOJ KURZU AKCIE ČEZ A HDP V LETECH 2003-2013 V %	29
GRAF 3.2 VÝVOJ AKCIOVÉHO KURZU ČEZ A 2T REPO SAZBY V LETECH 2004-2013	30
GRAF 3.3 VÝVOJ AKCIOVÉHO KURZU ČEZ A MÍRY INFLACE V LETECH 2004-2013	31
GRAF 3.4 VÝVOJ AGREGÁTU M3 A AKCIE ČEZ V LETECH 2004-2013	32
GRAF 3.5 VÝVOJ KURZU EUR/CZK A AKCIE ČEZ V LETECH 2004-2013	33
GRAF 3.6 PREDIKCE BRUTTO SPOTŘEBY ELEKTRICKÉ ENERGIE DO ROKU 2050 ZDRO.....	36
GRAF 3.7 VÝVOJ TRŽEB ZA OBDOBÍ 2008-2013	40
GRAF 3.8 ROZDĚLENÍ TRHU PŘI DODÁVÁNÍ ZEMNÍHO PLYNU V ROCE 2013	40
GRAF 3.9 ROZDĚLENÍ TRHU PŘI DODÁVKÁCH ELEKTRINY V ROCE 2013	41
GRAF 3.10 ZASTOUPENÍ JEDNOTLIVÝCH TYPŮ ELEKTRÁREN V ROCE 2013	41
GRAF 4.1 VÝPLATNÍ POMĚR ZA OBDOBÍ 2009-2013	49
GRAF 4.2 VÝVOJ HRUBÉ DIVIDENDY NA AKCII OD 2001-2013	50
GRAF 4.3 VÝVOJ CELKOVÝCH DIVIDEND (V MIL. KČ)	50
GRAF 4.4 UKAZATELE FINANČNÍ STABILITY A ZADLUŽENOSTI ZA OBDOBÍ 2009-2013	53
GRAF 4.5 UKAZATELE RENTABILITY ZA OBDOBÍ 2009-2013	54
GRAF 4.6 UKAZATELE LIKVIDITY ZA OBDOBÍ 2009-2013	56
GRAF 4.7 UKAZATELE AKTIVITY ZA OBDOBÍ 2009-2013	57
GRAF 4.8-2.4.8 ALTMANŮV MODEL ZA OBDOBÍ 2013.....	60

Seznam tabulek

TABULKA 3.1 PREDIKCE HDP NA OBDOBÍ 2014-2016.....	29
TABULKA 3.2 PREDIKCE 2T REPO SAZBY NA OBDOBÍ 2014-2016	30
TABULKA 3.3 PREDIKCE INFLACE NA OBDOBÍ 2014-2016.....	31
TABULKA 3.4 VÝVOJ TRŽEB A ČISTÉHO ZISKU ZA OBCHOBÍ 2009-2015	37
TABULKA 4.1 ZÁKLADNÍ INFORMACE	47
TABULKA 4.2 PŘEHLED AKCIONÁŘŮ SPOLEČNOSTI ČEZ, A. S.....	47
TABULKA 4.3 AKCIÍ ČEZ, A. S.	48
TABULKA 4.4 INDEXY S AKCIEMI ČEZ, A. S.	48
TABULKA 4.5 VÝPLATNÍ POMĚR ZA OBDOBÍ 2009-2013	49
TABULKA 4.6 UKAZATELE FINANČNÍ STABILITY A ZADLUŽENOSTI ZA OBDOBÍ 2009-2013.....	52
TABULKA 4.7 UKAZATELE RENTABILITY ZA OBDOBÍ 2009-2013	53
TABULKA 4.8 UKAZATELE LIKVIDITY ZA OBDOBÍ 2009-2013.....	55
TABULKA 4.9 UKAZATELE AKTIVITY ZA OBDOBÍ 2009-2013	56
TABULKA 4.10 UKAZATELE KAPITÁLOVÉHO TRHU ZA OBDOBÍ 2009-2013.....	58
TABULKA 4.11 ALTMANŮV MODEL ZA OBDOBÍ 2009-2013.....	59
TABULKA 4.12 VÝPOČET VH DVOUSTUPŇOVÝM DIVIDENDOVÝM DISKONTNÍM MODELEM.....	63
TABULKA 4.13 VÝPOČET VH MODELEM ÚČETNÍ HODNOTY	64
TABULKA 4.14 VÝPOČET VH HISTORICKÝM MODELEM P/S.....	64
TABULKA 4.15 VÝPOČET TEMPA RŮSTU TRŽEB PRO ROK 2014	65
TABULKA 4.16 VÝPOČET VH POMOCÍ HISTORICKÉHO MODELU P/BV.....	65
TABULKA 4.17 VÝPOČET TEMPA RŮSTU BV	66
TABULKA 4.18 VÝPOČET VH POMOCÍ ZISKOVÉHO MODELU P/E	66
TABULKA 4.19 VÝPOČET PENĚŽNÍCH TOKŮ FCFE	67
TABULKA 4.20 VÝPOČET VH DVOUFÁZOVOU METODOU DISKONTOVANÝCH PENĚŽNÍCH TOKŮ FCFE	68
TABULKA 4.21 SOUHRNNÉ VÝSLEDKY A STANOVENÍ KONEČNÉ VNITŘNÍ HODNOTY SPOLEČNOSTI ČEZ, A. S.	69

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou (bakalářskou) práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová (bakalářská) práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové (bakalářské) práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové (bakalářské) práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou (bakalářskou) práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 24. dubna 2015

.....*Bayerová Radka*.....

Bc. Bayerová Radka

Seznam příloh

Příloha č. 1 Rozvaha společnosti ČEZ, a. s. za období 2009-2013 v mil. Kč

Příloha č. 2 Výkaz zisku a ztrát společnosti ČEZ, a.s. za období 2009-2013 v mil. Kč

Příloha č. 3 Vývoj akcie společnosti ČEZ za období 1993-2015

Tabulka č. 1 Rozvaha společnosti ČEZ, a. s. za období 2009-2013 v mil. Kč

	2009	2010	2011	2012	2013
Dlouhodobý hmotný majetek					
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	509 618	559 349	605 063	656 757	666 082
Oprávky a opravné položky	- 266 377	- 275 329	- 305 813	- 320 574	- 340 927
Dlouhodobý hmotný majetek netto	243 241	284 329	299 250	336 183	325 155
Jaderné palivo nett	5 439	7 005	884	9 702	10 688
Nedokončené hmotné investice	80 125	74 485	78 769	73 869	90 717
Dlouhodobý hmotný majetek, jaderné palivo a investice celkem	328 805	362 510	386 863	419 754	426 560
Ostatní stálá aktiva					
Cenné papíry v ekvivalenci	17 250	16 927	11 292	14 383	12 543
Dlouhodobý finanční majetek, netto	49 423	52 512	51 810	38 406	20 793
Dlouhodobý nehmotný majetek, netto	18 653	15 670	16 788	21 604	20 798
Odložená daňová pohledávka	824	655	826	750	824
Ostatní stálá aktiva celkem	86 150	85 764	80 716	75 143	59 958
Stálá aktiva celkem	414 955	448 274	467 579	494 897	486 518

Oběžná aktiva					
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	26 727	22 163	22 062	17 967	25 118
Pohledávky netto	46 350	39 627	54 732	54 763	67 509
Pohledávka z titulu daně z příjmů	997	1 711	678	1 798	1 066
Zásoby materiálu, netto	4 959	5 369	6 215	7 671	8 054
Zásoby fosilních paliv	2 944	1 800	2 657	4 032	2 555
Emisní povolenky	1 212	3 077	6 013	12 153	8 505
Ostatní finanční aktiva, netto	29 706	16 402	29 569	39 476	38 400
Ostatní oběžná aktiva	2 409	3 394	4 779	3 323	3 411
Aktiva klasifikována jako držená k prodeji		2 558	3 823		
Oběžná aktiva celkem	115 304	96 101	130 528	141 173	154 618
Aktiva celkem	530 259	544 375	598 107	636 070	641 136

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Pasiva	2009	2010	2011	2012	2013
Vlastní kapitál					
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku					
Základní kapitál	53 799	53 799	53 799	53 799	53 799
vlastní akcie	- 5 151	- 4 619	- 4 382	- 4 832	- 4 382
Nerozdělené zisky a kapitálové fondy	151 713	172 251	177 296	200 818	208 659
Vlastní kapitál přiřaditelný akcionářům mateřského podniku celkem	200 361	221 431	226 713	250 235	258 076
Nekontrolní podíly	6 314	5 621	5 365	3 984	5 049
Vlastní kapitál celkem	206 675	227 052	232 078	254 219	263 125
Dlouhodobé závazky					
Dlouhodobé dluhy bez části splatné během jednoho roku	118 921	140 040	164 685	176 106	168 396
Rezerva na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení použitého jaderného paliva	37 152	36 848	37 285	42 415	43 827
Ostatní dlouhodobé závazky	21 108	21 173	21 721	22 559	26 848
Dlouhodobé závazky celkem	177 181	198 061	223 691	241 080	239 071
Odložený daňový závazek	15 335	18 191	16 946	21 828	19 224
Krátkodobé závazky					
Krátkodobé úvěry	31 257	9 618	5 500	4 784	2 716
Část dlouhodobých dluhů splatná během jednoho roku	6 632	14 786	19 264	12 005	28 104

Obchodní a jiné závazky	76 853	58 804	78 186	73 267	63 423
Závazek z titulu daně z příjmů	1 359	689	1 701	1 615	1 719
Ostatní pasiva	14 967	16 414	20 741	27 272	23 754
Krátkodobé závazky celkem	131 068	101 071	125 392	118 943	119 716
Pasiva celkem	530 259	544 375	598 107	636 070	641 136

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Tabulka č. 2 Výkaz zisku a ztrát společnosti ČEZ, a.s. za období 2009-2013 v mil. Kč

Provozní výnosy	2009	2010	2011	2012	2013
Tržby z prodeje elektrické energie	173 494	175 277	181 793	186 797	189 657
Výnosy a náklady z derivátových obchodů s elektrickou energií, uhlím a plynem, netto	6 894	5 392	5 843	4 588	1 579
Tržby z prodeje tepla a ostatní výnosy	15 964	18 179	22 125	23 710	26 037
Výnosy celkem	196 352	198 848	209 761	215 095	217 273
Provozní náklady					
Palivo	- 15 805	- 16 946	- 17 145	- 15 841	- 14 089
Nákup energie a související služby	- 48 170	- 54 353	- 65 865	- 71 656	- 78 878
Opravy a údržba	- 6 043	- 5 465	- 5 014	- 5 511	- 5 498
Odpisy	- 22 876	- 24 032	- 25 770	- 27 578	- 27 944
Osobní náklady	- 18 116	- 18 717	- 18 105	- 18 707	- 8 422
Materiál	- 5 272	- 4 844	- 5 478	- 5 098	- 18 730
Emisní povolenky, netto	305	2 388	2 895	476	- 5 614
Ostatní provozní náklady	- 12 176	- 11 822	- 13 737	- 13 249	- 76
Náklady celkem	- 128 153	- 133 791	- 148 219	- 157 164	- 12 267

Zisk před zdaněním a ostatními náklady a výnosy	68 199	65 057	61 542	57 931	45 755
Ostatní náklady a výnosy					
Nákladové úroky z dluhů	- 3 303	- 3 484	- 4 954	- 4 318	- 4 569
Nákladové úroky z jaderných a ostatních rezerv	- 2 174	- 2 014	- 2 002	- 2 051	- 1 802
Výnosové úroky	2 499	2 022	1 835	1 745	1 439
Kurzové zisky a ztráty	- 1 189	- 2 943	- 566	763	1 070
Ztráta z prodeje decínných, přidružených s polečných podniků	- 2	- 121	- 292	- 848	4 750
Snížení hodnoty goodwillu	- 3 263	- 2 826	69	-	-
Ostatní finanční náklady a výnosy, netto	1 183	3 111	- 3 680	- 2 716	- 1 222
Zisk/ztráta z cenných papírů v ekvivalenci	2 996	147	- 9 590	451	- 981
Ostatní náklady a výnosy celkem	- 3 253	- 6 108	51 952	- 6 974	- 1 315
Zisk před zdaněním	64 946	58 949	- 11 199	50 957	44 440
Daň z příjmů	- 13 091	- 11 791	40 753	- 10 804	- 9 206
Zisk po zdanění	51 855	47 158	40 753	40 153	35 234
Zisk po zdanění přiřaditelný na podíly akcionářů mateřského podniku	51 547	47 232	40 756	41 429	35 885

Zdroj: www.cez.cz

Graf č.1 Vývoj akcie společnosti ČEZ za období 1993-2015



Zdroj: www.akcie.cz